

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

FACULDADE DE DIREITO

CATÓLICA LISBON SCHOOL OF BUSINESS & ECONOMICS



Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Os Gestores de *Hedge Funds* e a Gestão de Riscos

Um ensaio sobre a nova regulação

Hélder Santos Correia

Orientadores

Paulo Câmara

José Carlos Tudela Martins

Lisboa, 2014

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Os Gestores de *Hedge Funds* e a Gestão de Riscos
Um ensaio sobre a nova regulação

Hélder Santos Correia

*Dissertação apresentada à Faculdade de Direito e à Católica
Lisbon School of Business & Economics conducente ao grau de
Mestre em Direito e Gestão*

Lisboa, 30 de junho de 2014

A.M.D.G.

PLANO DA DISSERTAÇÃO

INTRODUÇÃO	1
-------------------------	----------

CAPÍTULO I – DOS HEDGE FUNDS

1. ENQUADRAMENTO	3
1.1 Considerações prévias	3
1.2 A caracterização	4
1.3 Das estratégias	6
1.4 A contraposição face à gestão tradicional.....	7
2. BREVÍSSIMA RESENHA HISTÓRICA	9
3. HEDGE FUNDS NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS	10

CAPÍTULO II – A DIRETIVA RELATIVA AOS GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVO

1. O CONDICIONALISMO	11
1.1 A crise de 2007-08 e consequentes respostas.....	11
1.2 As reformas da supervisão.....	13
2. A GÉNESE	14
3. A NOVA REGULAÇÃO.....	17
3.1 O âmbito de aplicação: noção e aspetos gerais	17
3.1.1 Da delimitação positiva	19
3.1.2 Da delimitação negativa	21
3.2 O regime comum	23
3.3 O regime simplificado	24
3.4 O regime transitório.....	25

CAPÍTULO III – GESTÃO DE RISCOS DOS HEDGE FUNDS

1.	SISTEMAS DE CONTROLO	26
1.1	Considerações prévias	26
1.2	Do risco	27
1.3	Formas de gestão de riscos	28
1.4	A cultura de gestão de riscos	29
2.	AS OPÇÕES DA DGFIA	32
2.1	Considerações prévias	32
2.2	A gestão de riscos na Diretiva	33
2.2.1	Gestão de Riscos Institucional	34
2.2.2	Gestão de Riscos Operacional	35
2.2.3	Gestão Técnica de Riscos	36
3.	DAS PROPOSTAS DE SOLUÇÃO: DOS HEDGE FUNDS EM ESPECIAL	38
3.1	Válvula de escape: outsourcing	39
3.1.1	Considerações prévias	39
3.1.2	Uma proposta de solução e seus contornos	40
3.2	Válvula de escape: o princípio da proporcionalidade	44
3.2.1	Considerações prévias	44
3.2.2	Uma proposta de solução e seus contornos	50
	CONCLUSÕES.....	51
	ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS	54
	ANEXO I	65
	ANEXO II.....	68
	ANEXO III	72
	ANEXO IV	79

SIGLAS E ABREVIATURAS

Ac.	Acórdão
Autoridades competentes	Autoridades nacionais dos Estados-Membros que exercem, por força de lei ou regulamento, a supervisão dos GFIA
CG	<i>Corporate Governance</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DGFIA ou Diretiva	Diretiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Junho de 2011 relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010
Diretiva n.º2010/43/UE	Que aplica a Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da atividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora
DVM	Direito dos Valores Mobiliários (publicação científica do Instituto de Valores Mobiliários da FDUL)
EM	Estado-Membro
ESMA	Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (<i>European Securities and Markets Authority</i>)
Extra-UE	Referente a Estado não pertencente à UE
FDUL	Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
FEI	Fundo Especial de Investimento
FED	Sistema de Reserva Federal dos EUA (<i>Federal Reserve System</i>)
FIA	Fundo de Investimento Alternativo
FIA extra-UE	FIA que não seja um FIA da UE
GFIA	Gestor de Fundo de Investimento Alternativo

SIGLAS E ABREVIATURAS

GFIA extra-UE	GFIA que não seja um GFIA da UE
GHF	Gestor de Hedge Funds
GR	Gestão de Riscos
HF	Hedge Funds
NRJOIC	Novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo (Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio)
OIA	Organismo de Investimento Alternativo
OIC	Organismo de Investimento Coletivo
OICVM	Organismo de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários
RDS	Revista de Direito das Sociedades
Regulamento Delegado	Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro)
RJOIC	Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo (Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de outubro) (Revogado)
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
TFUE	Tribunal de Funcionamento da União Europeia
UCITS	Diretiva n.º 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, na redação dada pela Diretiva n.º 2010/78/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho
UE	União Europeia
VAR	Value at Risk

As primeiras citações de qualquer obra aparecem por extenso. As seguintes aparecem de forma abreviada e podem ser consultadas por extenso nos elementos bibliográficos.

Salvo indicação expressa em contrário, as referências legais sem indicação de fonte pertencem à Diretiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Junho de 2011 relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010.

INTRODUÇÃO

Na primeira década de 2000, o Mundo viveu – segundo muitos – a maior crise económica de que há registo¹. Após as intervenções público-financeiras no sentido de estagnar a propagação dos seus efeitos, era tempo de pensar o que falhara. A convicção de que em tempos de paz mundial a economia e a criação de riqueza só podiam avançar e nunca regredir; de que a evolução a longo prazo de todos os ativos só podia ser a da valorização (e nunca a sua desvalorização), o *fetichismo do dinheiro e a ditadura da economia sem rosto e sem objetivo verdadeiramente humano*², induziram em todos uma ideia de realidade que veio a demonstrar-se ser falsa.

O que correu mal? Falhas na autogestão pelos *players* e/ou na avaliação dos riscos feitas pelas instituições? Negligência dos operadores e intermediários financeiros, dos auditores, agências de notação de risco³, das autoridades reguladoras e supervisoras? A existência de corrupção e crises financeiras aliadas à desregulação dos mercados? Terá falhado (no seu todo) a Humanidade, os seus valores e princípios?

Mais do que procurar responsáveis, importa sobretudo concentrar esforços no sentido de encontrar novas formas de controlo e monitorização das fontes de riscos. Neste sentido, um dos sectores mais pressionados por estes esforços foi, sem dúvida, o sector dos *hedge funds*. Tal movimento culminou com a aprovação da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo e que vem regular o sector na Europa, pela primeira vez.

Os HF – figurino tão importante em todos os mercados financeiros – são, de alguma maneira e paradoxalmente, desconhecidos e muitas vezes não compreendidos pelos juristas. Esta circunstância talvez se deva ao facto de tradicionalmente estarem sujeitos a parca regulação e bem assim, pela sua natural opacidade⁴. Afigura-se, então, do máximo interesse que o nosso estudo reserve algumas notas de enquadramento conceptual e histórico, de compreensão estratégica e de posicionamento jurídico dos HF (cfr. *Capítulo I*): por um lado, para que a figura seja cada vez mais conhecida, estudada e debatida, mas por outro lado, (e fundamentalmente) porque sem esse enquadramento é impossível (ou pelo menos muito difícil) e vazio o estudo da sua moldura normativa. Não se pode estudar

¹ Ou, pelo menos, a maior após o *crash* da *New York Stock Exchange* de 1929.

² PAPA FRANCISCO, *Evangelii Gaudium*, Santa Sé (2013), pg. 47.

³ Referindo-se ao depósito excessivo de confiança nestas sociedades, «as quais muitas vezes mostraram-se impreparadas para avaliar instrumentos financeiros de elevada sofisticação», CÂMARA, Paulo, *Crise financeira e regulação*, in ROA, Ano 69, Vol. II e III (Julho a Dezembro de 2009), pg. 698.

⁴ Vide em particular ponto 1.2. A caracterização, no Capítulo I.

a regulação, se não se compreender o objeto que se visa regular.

Apesar da escolha metodológica que agora apresentamos (que assenta no estudo dos HF), note-se que a DGFIA não é a «Diretiva dos HF», como poderia *prima facie* fazer parecer. O seu escopo é muito mais amplo que aqueles: a DGFIA apresenta a moldura legal da indústria de gestão alternativa de ativos, que compreende também, nomeadamente, os fundos de capital de risco e/ou os fundos de investimento imobiliário. O estudo do âmbito de aplicação da DGFIA parece de importância capital, desde logo em virtude da sua novidade, mas também pela sua importância prática. É fundamental que tanto os gestores, como os juristas e advogados, mas também os reguladores, a conheçam bem. Propomos, assim, o estudo do seu condicionalismo, a sua génese e a compreensão dos traços gerais do seu regime (cfr. *Capítulo II*).

A acrescer aos deveres que já incumbiam sobre as entidades gestoras deste tipo de fundos, novos deveres foram consagrados na DGFIA, desde logo, no sentido de maior divulgação de informação e novas formas de controlo. É assim que os sistemas de gestão de risco se tornam alvo do foco da UE, tornando-se, inclusivamente, uma função regulada pelas autoridades competentes. A este propósito, muitos autores na literatura nacional e internacional têm vindo a acusar o legislador de ter ido longe de mais ao consagrar na Diretiva um conjunto de normas que impõem deveres claustrofóbicos para este setor, designadamente para as entidades gestoras de menor dimensão. Será mesmo assim?

O estudo desta elementar ferramenta de controlo interno de riscos e, bem assim, as regras da Diretiva nesta matéria impõe-se com naturalidade (cfr. *Capítulo III*). Propomo-nos, por conseguinte, estudar o instituto de gestão de riscos, analisar as suas implicações e propósitos; determinar o seu regime à luz da DGFIA; procurar compreender o espírito do legislador; e principalmente, apresentar soluções práticas que, por um lado, permitam ao regulado implementar mecanismos eficazes de gestão interna de riscos – com respeito pela sua autonomia – e, por outro, garantam uma melhor e mais justa supervisão dessa gestão pelo regulador.

As soluções apresentadas procuram ser o fruto do confronto dialético entre as ciências do Direito e da Gestão: duas áreas distintas, mas que se complementam e contribuem para uma melhor e mais plena compreensão da temática que serve de mote a este ensaio.

CAPÍTULO I

DOS HEDGE FUNDS

1. ENQUADRAMENTO

1.1 Considerações prévias

Os *hedge funds* fazem parte do lote das mais importantes inovações financeiras das últimas décadas. Não há, porém, na literatura económica ou jurídica, uma formulação única capaz de lhes dar uma exata definição⁵ já que abraçam, em si mesmos, realidades heterogéneas.

Nem mesmo o vocábulo que lhe dá nome é suficiente para lhe retirar um conceito. A expressão *hedge* refere-se a uma operação financeira de cobertura de riscos; isto é, de proteção de carteiras do mercado financeiro, designadamente, através da redução de riscos operacionais e financeiros, como, por exemplo, no caso de movimentos adversos dos preços⁶. Note-se que esta ideia de baixo risco não é rigorosa nos HF. Encontra-se (aliás com frequência) citada a expressão *hedge funds can be dangerous to your wealth*⁷.

De facto, os HF podem consistir em investimentos aliados e com função de cobertura de riscos, na qual se desenvolve uma estratégia de *hedging*. Porém, o contrário também é possível: os gestores deste tipo de fundos de investimento acolhem geralmente estratégias expostas e/ou ampliadoras de riscos, ao abrigo de ampla liberdade de gestão e por forma a aumentar o retorno do investimento.

Pelo significado histórico, por razões de facilidade de discurso e tendo em conta que a figura é assim conhecida internacionalmente, mantemos no presente trabalho a designação tradicional. Na literatura que versa sobre estes temas é acolhida, não raras vezes, a definição de HF que consta do relatório preparado pelo *President's Working Group on Financial Markets*, que os caracteriza como *any pooled investment vehicle that is privately organized, administered by professional investment managers, and not widely available to the public*¹.

⁵ Com variadas definições, mais ou menos profundas, de HF, VAUGHAN, D.A., *Selected Definitions of 'Hedge Fund'* (2003).

⁶ ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores mobiliários e mercados*, 6.ª edição, Coimbra Editora (janeiro 2011), pg. 705.

⁷ RAZINA, Florbela/SILVA, Fernando Nunes da, *Fundos de investimento atípicos Conceito e Regulação*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliário, n.º 15 (dezembro 2002), pg. 187.

Na Europa, a figura dos HF nem sempre se associa a uma realidade jurídica com contornos absolutamente iguais, como põe em evidência a EFAMA⁸: note-se, a título de exemplo, que os ordenamentos jurídicos italiano, alemão e francês⁹ admitem HF nos quais os gestores contam com ampla discricionariedade, mas não admitem a possibilidade de comercialização ao público. Pelo contrário, os ordenamentos jurídicos luxemburguês e irlandês admitem que os HF sejam oferecidos ao público, mas sem discricionariedade de gestão¹⁰. E ainda, enquanto que na Alemanha e Luxemburgo a lei não especifica qualquer limitação quantitativa ou qualitativa para os investimentos; a lei italiana impõe um valor mínimo de subscrição de € 500.000,00 (mas nenhuma restrição qualitativa); e a lei francesa impõe um valor mínimo de subscrição que depende do tipo de cobertura efetuado pelo fundo e a existência (ou não) de limites quanto ao tipo de investidor.

1.2 A caracterização

Feita esta incursão, somos levados a dizer que HF não diz respeito a uma entidade concretamente determinada, sendo antes uma figura capaz de envergar as vestes de diversas estruturas jurídicas, com o que o seu conceito é muito mais económico que jurídico. Dada a sua elasticidade, parece-nos que a atividade de procurar definir os HF num único conceito se mostraria infrutífera: pecar-se-ia sempre por excesso ou por defeito.

Impõe-se responder, outrossim, à questão de saber quais as características estruturais comuns à maioria dos HF, cuja verificação permita concluir (com mais ou menos certeza) estarmos na presença de um¹¹. É o que procuraremos fazer em seguida.

§1. *Estruturas de investimento coletivo*, que podem assumir características abertas ou fechadas, em regra, dirigidas a investidores institucionais e/ou a investidores individuais com património elevado: aplicam o capital investido em instrumentos financeiros, com características estratégicas únicas e singulares – designadamente, por na maioria dos casos os seus gestores gozarem de grande liberdade regulatória na execução da sua atividade.

⁸ European Fund and Assets Management Association, *Survey on Hedge Fund*, (27 de julho de 2005), disponível em http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0016/ddd/pdfv/263740-vpf_gronnbok_vedlegg.pdf.

⁹ “Fundos especulativos” na lei italiana, “Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken” na lei germânica e dos “fonds commun d’intervention sur les marchés à terme” na lei francesa.

¹⁰ “Collective Investment Schemes pursuing alternative investment strategies” na lei luxemburguesa ou dos “Retail funds of hedge funds” na lei irlandesa.

¹¹ WYMEERSCH, Eddy, *The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds* (abril de 2010) Financial Law Institute Working Paper No. 2010-06.

§2. *Diversidade de forma e natureza jurídica*: os HF traduzem uma realidade que pode envergar as vestes de várias estruturas jurídicas com características diversas. Sejam estruturas societárias com personalidade jurídica (como sociedades comerciais por quotas ou anónimas), quer patrimónios autónomos (v.g. fundos de investimento); mas também outras modalidades, como sociedades em comandita simples («*limited partnerships*»), sociedades em paraísos fiscais («*offshore companies*») ou *trusts*¹².

§3. *Discrecionariade na gestão*: o gestor é autorizado a gerir os ativos livremente, no melhor interesse do investidor, mas por conta e risco deste e de acordo com o perfil e a tipologia de investimento escolhidos. Por esse motivo, a atividade de *research* do GHF é muito intensa. Os HF dependem em grande medida do talento do gestor, são fundos criativos: *assentam fortemente nas suas capacidades de previsão e rapidez de decisão*¹³.

§4. *Liberdade de escolha de estratégia de investimento*: esta característica que deriva da anterior, merece um tratamento autónomo. É muito frequente nos HF a utilização intensiva de estratégias de investimento alternativas, e bem assim, do uso constante e sistemático de diferentes tipos de alavancagem¹⁴. Tem-se vindo, também, a verificar um aumento de estratégias que implicam intervenção ativa na gestão das sociedades em que os HF investem, por forma a valorizar essas mesmas posições acionistas. Paralelamente, existe ampla flexibilidade na escolha de ativos, e em regra até algum exotismo¹⁵: *an HF may go both long and short on securities using complex derivate trading*¹⁶. A este propósito cumpre notar que, na generalidade dos casos os HF assumem natureza fechada, pelo que não permitem a liquidação antecipada das unidades de participação. O que significa que os GHF não correm o risco de ver o seu capital ser resgatado antecipadamente e, como consequência, não necessitam (ou, pelo menos, não necessitam tanto quanto os fundos tradicionais) de investir em ativos com liquidez – de modo a fazer face ao resgate. Esta característica dá-lhes, assim, maior liberdade na escolha de estratégias de investimento (como o recurso a posições longas e ilíquidas).

¹² ANTUNES, José Engrácia, *Os «hedge funds» e o governo das sociedades*, in DMV vol. IX, Coimbra Editora (2009), pg. 22.

¹³ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Regulação e supervisão de hedge funds*, in DMV vol. VIII, Coimbra Editora (2008), pg. 77.

¹⁴ FERRAN, Eilís, *After the crisis: the regulation of hedge funds and private equity in the EU*, *European business organization law review*. - The Hague: TMC Asser Institute. Vol. 12, n.º 3, (setembro 2011), pg. 380.

¹⁵ Designadamente o que hoje se considera inovação financeira: *debt and equity securities, futures, options, derivatives* ou *foreign currencies*.

¹⁶ MOSCHELLA, Manuela, *Getting Hedge Funds Regulation into the EU*, *Agenda: The Constraints of Agenda Dynamics*, *Journal of European Integration*, 33:3, (janeiro 2011) pg. 257.

§5. *Remuneração da gestão*: a prática demonstra que são estipuladas comissões de desempenho elevadas, face a uma residual remuneração de gestão. Em regra, rondando os 20% (ao passo que a comissão-base de gestão é de cerca de 2%)¹⁷. As remunerações são, então, variáveis em função do retorno, e por isso os seus gestores têm um incentivo claro e objetivo para se exporem a mais riscos, por forma a obter maior rendimento.

§6. *Perseguição pelo retorno absoluto*, independentemente da direção dos mercados: referimo-nos ao que se chama na gíria financeira *alfa*, um retorno matematicamente positivo sem qualquer referência a índices ou mercados, isto é, sem correlação com os comportamentos do mercado. Talvez seja este, o aspeto mais caracterizador dos HF¹⁸.

1.3 Das estratégias

Vimos que não há uma harmonização de classificações de HF; veremos que tão-pouco existe uma tal harmonização relativamente a estratégias de investimento.

Latamente, as estratégias de investimento nos mercados financeiros podem ser classificadas por Passivas ou Ativas. As primeiras (passivas) baseiam-se na expectativa de obtenção de retorno positivo a longo prazo. Isto partindo da consideração de que no longo prazo os mercados serão eficientes (em alguma medida) e assim o investidor conseguirá obter um *expected return* do seu próprio investimento igual à *market rate* – sendo esta última composta por duas parcelas: uma *risk-free rate* e uma determinada *risk premium rate*.

As segundas (ativas) são aquelas em que se procura obter retorno através das ineficiências do mercado – como é o caso, por exemplo, da exploração das oportunidades de arbitragem, que pode ser caracterizada pela técnica financeira que consiste na compra de um ativo a um preço e na sua venda, quase simultânea, a preço mais elevado por forma a obter lucro através do *spread* entre os preços¹⁹. Estas são, em regra, as posições estratégicas adotadas pelos HF, na sua busca cardeal de obtenção de retorno absoluto do investimento.

Note-se, neste sentido, as conclusões de CAPOCCI e HUBNER, segundo as quais os HF

¹⁷ EECHOUD, Wouter Van. [et al.], *Future regulation of hedge funds: a systemic risk perspective. Financial markets institutions & instruments*. - Malden; Blackwell Publishing, Vol. 19, N° 4, (novembro 2010), pg. 273.

¹⁸ Neste sentido DIAS, Gabriela Figueiredo, *cit.* (2008), pg. 76.

¹⁹ Tradução nossa da definição de *Arbitrage* presente no *Dictionary of Financial Terms*, Lightbulb Press, Inc. (2008).

com melhor *performance* são os que seguem estratégias de *momentum*. Isto é, estratégias que selecionam ativos com base na sua *performance* recente, tendo por base a expectativa de que bons desempenhos passados irão resultar em bons desempenhos futuros²⁰.

BERTELI, por sua vez, compara estratégias de *market timing* (geração de retorno através da previsão de movimentos futuros do mercado) e *market neutral* (geração de retornos absolutos positivos, independentemente da tendência do mercado), concluindo, a título de exemplo, que as estratégias *long-short market neutral* (que utilizam posições curtas bem como posições longas) obtêm performances superiores às estratégias *long-only market neutral* (que utilizam apenas posições longas), tendo também um nível de risco superior, e que as estratégias de *market timing* têm um grau de risco mais elevado que as estratégias *market neutral*²¹.

Muito sumariamente, os HF aplicam o capital investido em *short selling's* e posições cruzadas, para cobrir posições longas e, de certo modo, para contrariar o retorno médio do mercado²². Ora, este fenómeno inculca nos gestores de HF um incentivo de procurar ativamente reduzir o preço das ações, através do direito de voto (criando situações de *empty vote*²³).

As estratégias tradicionalmente mais utilizadas são em regra *market-neutral*, *long/short equity*, *convertible/fixed income arbitrage*, *event-drive – merger arbitrage*, e *event-driven – distressed debt and securities* e/ou *emerging markets*²⁴ (vide Anexo I, para breve descrição destas estratégias).

1.4 A contraposição face à gestão tradicional

A diferenciação entre HF e os chamados *mutual funds* (ou os tradicionais OICVM) é de dificuldade atroz – há quem entenda, aliás, que só a sua tentativa daria um *mestrado*²⁵.

²⁰ CAPOCCI, Daniel P.J./ Hubner, Georges, *An Analysis of Hedge Fund Performance*, Journal of Empirical Finance Journal of Empirical Finance, Vol. 11, nº. 1, (2004) pg. 55-89.

²¹ BERTELLI, Ruggero, *Have Hedge Funds Added Value During the Last 24 Months? A Comparison of Italian and European Funds of Hedge Funds*, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1030962> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1030962>.

²² Para uma análise jurídica mais cuidada destas operações vide o texto que foi redigido no âmbito de provas de agregação na FDUL: SILVA, Paula Costa e, *As operações de venda a descoberto de valores mobiliários*, Coimbra Editora (setembro 2009).

²³ A este propósito, vide, HUA, Henry T.C. / BLACK, Bernard, *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, Journal of Corporate Finance, Volume 13, Issues 2-3, (junho 2007), pg. 343-367.

²⁴ Em particular e detalhadamente, RAZINA, Florbela/SILVA, Fernando Nunes da, *Fundos de investimento atípicos Conceito e Regulação*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliário, nº 15 (dezembro 2002), págs. 187 e ss.

²⁵ ENGERT, Andreas, *Transnational hedge fund regulation*. European Business Organization Law Review Vol. 11, °3, (setembro 2010), p. 335.

No entanto, os HF têm genericamente sido distinguidos daqueles nos seguintes termos:

CARACTERÍSTICAS TÍPICAS	OICVM	HF
Investimento	Posições longas	Posições curtas e longas
Estratégias de investimento	Carteiras mais diversificadas, com estratégias de menor risco	Aposta em estratégias financeiras complexas e em ativos exóticos
Alavancagem financeira	Uso limitado	Uso massivo
Objetivo de rentabilidade	Geralmente com objetivos de rentabilidade relativos	Perseguem um objetivo de retorno absoluto
Regulação	Produtos altamente regulados	O acesso por parte dos investidores pode ser limitado, mas o produto está em regra sujeito a escassa regulação
Uso de derivados	Restrições ao uso de derivados financeiros	Utilização livre de produtos financeiros complexos e derivados financeiros
Participação do gestor	Forte incentivo para que o gestor não invista no fundo	Possibilidade de o gestor participar no investimento do fundo
Remuneração	Comissões reduzidas sobre o valor investido	Comissão de gestão elevada e indexada aos resultados

Fonte: *Hedge Fund Working Group (2007)*

Os HF obtêm muitas vezes melhores desempenhos financeiros que os *mutual funds*. Ora, também aqui não podemos olvidar o *risk-return tradeoff*, que é o princípio básico de finanças empresariais, segundo o qual o potencial de retorno de um investimento aumenta com o aumento do risco que lhe estiver associado. Ou seja, em potência, à maior certeza e segurança de um investimento está associado um menor retorno potencial.

Por fim, os HF também não se confundem com os fundos de capital de risco, na medida em que os HF não têm vocação para interferir na gestão das sociedades-alvo. É verdade que os HF podem ter um ativismo acionista muito agressivo, porém, o seu propósito não

é, em princípio, o exercício de posições de controlo, mas tão-só o de aumentar a sua rentabilidade ou valorizar um determinado conjunto de ativos²⁶.

2. BREVÍSSIMA RESENHA HISTÓRICA

A primeira composição de HF é atribuída a Alfred Winslow Jones que, em 1949, se apercebeu das potencialidades financeiras das ineficiências do mercado. O nome pelo qual ficou conhecida tal estratégia (“*hedge fund*”) foi usado pela primeira vez por Carol J. Loomis em 1966 na Revista Fortune. Em breve resumo²⁷, a técnica financeira seguida por Jones foi a de investir em ações (*long position*) que ele considerava estarem subvalorizadas, ao mesmo tempo que se protegia (fazendo *hedging*) desta posição através de venda a descoberto de outros ativos que não detinha (*short-selling*), a partir de *private limited partnerships* – por forma a escapar à malha regulatória do supervisor norte-americano.

A carteira de investimento assim constituída obtinha retorno caso os ativos selecionados obtivessem melhor desempenho que o mercado. Caso o mercado como um todo registasse uma quebra, ganharia pelo menos numa parte das suas posições, neste caso as *short positions*. Caso o cenário fosse o inverso, ganharia a aposta que tinha assumido nas *long positions*. Como é bom de ver, os resultados do fundo advinham exclusivamente da avaliação subjetiva que Jones fazia das empresas. Por fim, alavancava o seu investimento, para que com mais capital investido aumentasse o retorno global.

A verdade é que a estratégia de Jones apresentou excelentes resultados, quando comparados com os fundos convencionais, não obstante as comissões de gestão, muito mais elevadas que em outros instrumentos existentes à época. Com o sucesso registado muitos foram os que lhe seguiram as pisadas.

Na década de 80, os HF tiveram lugar de destaque no mundo financeiro, principalmente pelo *seu exotismo, secretismo e sofisticação*²⁸; fama que haveria de aumentar nos anos 90, com o advento da inovação financeira. Neste período, os ativos sob gestão aumentavam exponencialmente. Tal ascensão esbate-se, no final da década, mormente após o colapso de grandes fundos internacionais²⁹.

²⁶ CÂMARA, Paulo, *Manual de Valores Mobiliários*, Almedina, 2012 (2.ª ed.) pg.798.

²⁷ Mais desenvolvido e completo vide DIAS, Gabriela Figueiredo, *cit.* (2008), pgs. 66 e ss.

²⁸ DIAS, Gabriela Figueiredo, *cit.* (2008), pg. 68.

²⁹ O caso paradigmático e longamente tratado e analisado foi o colapso do Long-Term Capital Management – LTCM, em 1998.

Os HF só retornariam a esta posição de destaque nos anos 2000: os anos anteriores haviam sido marcados por quebras nas bolsas, mas apesar disso, muitos HF conseguiam obter melhor desempenho que os índices de ações e obrigações. Em 2006, o peso dos HF na economia mundial era colossal: movimentavam *o montante astronómico de 1,5 triliões de dólares*³⁰. (vide Anexo II, para breve análise estatística mais atual).

Esta posição de destaque permanece até aos dias de hoje. Os HF e as suas estratégias demonstraram bem que há espaço para eles no mercado e que são uma escolha muito recorrente nas opções de investimento. Após tantos ciclos e contraciclos económicos, os HF têm renascido, ainda que sob formas diferentes e com mecanismos distintos. A sua importância é sentida: *calculam-se que sejam responsáveis por cerca de 40% a 50% do volume das transações financeiras efetuadas nas praças mundiais*³¹.

A atividade desenvolvida e os montantes por si geridos envolvem variados riscos, que afetam o mercado, a sua eficiência e transparência e os próprios investidores. Isto não só porque (como veremos) gerem quantias muito elevadas de capital, a nível transfronteiriço e muitas vezes sem regulação, mas também porque a sua comentada opacidade levanta problemas de reporte de informação de qualidade ao investidor, que é detentor do capital. E, ademais, não se esqueça que a atuação de um HF pode não ter como fim a valorização da empresa em causa (a longo prazo), mas apenas beneficiar de ganhos especulativos. Vivemos, pois, o momento de (re)pensar a regulação, a organização e o funcionamento dos GHF.

3. HEDGE FUNDS NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS

Não temos pretensão de discutir aqui a já *vexata quaestio* da oportunidade (ou não) da regulação dos HF. Mas apenas a de dar algumas notas acerca do seu regime positivo. Isto porque, se a regra era a da desregulação, atualmente vivemos tempos de mudança deste paradigma.

Dada a possibilidade de os HF serem constituídos sob várias formas, parece errado dizer-se que não estão sujeitos a qualquer regulação ao nível das fontes do direito nacional.

Efetivamente, desde 2003, se constituídos como FEI³², os HF estão sujeitos a uma determinada regulação, designadamente, ao Regulamento da CMVM n.º 9/2003, ao

³⁰ ANTUNES, José Engrácia, *cit.* (2009), pg. 15.

³¹ BESSA, Tiago, *Crise Regulação e supervisão de hedge funds* Ano II, n.ºs 3/4, Almedina (2010), pg. 856.

³² Também neste sentido DIAS, Gabriela Figueiredo, *cit.* (2008), pg. 94.

RJOIC e ao Regulamento da CMVM n.º 15/2003. Neste Regulamento estão previstas as menções obrigatórias de informação aos investidores, desde logo os objetivos e política de investimento, o perfil de risco e remuneração e também regras sobre os encargos por eles suportados. Presentemente aplica-se-lhes o Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio, que aprova o NRJOIC, que entrou em vigor no dia 10 de setembro de 2013.

O NRJOIC introduziu alterações ao conceito e classificação dos OIC. A terminologia agora em vigor substitui por completo aquela que distinguia OICVM harmonizado de OICVM não harmonizado, consoante se tratasse de organismo de investimento coletivo em valores mobiliários que, respetivamente, cumprisse ou não os requisitos previstos na Diretiva dos OICVM. Os OIA têm agora uma função residual, na medida em que abrangem os antigos OIC não harmonizados, abertos ou fechados, ora apelidados de OIAVM e também outros OIC fechados.

Desta feita os HF são classificados como FIA de retorno absoluto, que apelam a várias estratégias de investimento atípicas, pouco acessíveis aos investidores não institucionais, designadamente especulativas (porque aplicadas, independentemente de assumir função de *hedging* ou exposições concretas); podendo alavancar as posições assumidas.

CAPÍTULO II

A DIRETIVA RELATIVA AOS GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVO

1. O CONDICIONALISMO

1.1 A crise de 2007-08 e consequentes respostas

A crise *constitui já um grande tema do nosso tempo*³³, pelo que a sua importância e acuidade se impõem em todas as áreas do saber. A crise financeira atual não é, ademais, única nos últimos anos: foi precedida por muitas outras crises sectoriais recentes³⁴. No entanto, estes fenómenos eram pontuais, localizados e (de um certo ponto de vista)

³³ CÂMARA, Paulo, *Crise financeira e regulação*, in ROA, Ano 69, Vol. II e III (julho a dezembro de 2009), pg. 698.

³⁴ Neste sentido, referindo-se designadamente às crises da Coreia, Indonésia e Tailândia em 1997, da crise russa de 1998, um ano depois da brasileira, e em 2000, a crise tecnológica, quando o mundo conheceu as *dot-com* vide CORDEIRO, António Menezes, *A tutela do consumidor de produtos financeiros e a crise mundial 2007/2010*, in ROA, Ano 69, vol. II e III, julho a dezembro, pg. 610.

controlados, nunca prejudicando a liquidez nos mercados financeiros³⁵.

Este facto, aliado ao recurso intensivo aos mecanismos de titularização, pelas empresas, e ao financiamento bancário, por aquelas e pelas famílias, deu origem a que o sector bancário se tornasse cada vez menos exigente no desenvolvimento da sua atividade. A carteira de clientes alargava-se, pois, àqueles com menores recursos e consecutivamente, maior risco de solvabilidade. Os empréstimos estavam garantidos por hipotecas, que por sua vez eram aglomeradas em produtos financeiros complexos e comercializados nos mercados internacionais. A verificação, em número significativo (sobretudo pelas subidas das taxas de juro), de sucessivos incumprimentos contratuais bancários e da sobrevalorização do valor dos imóveis dados em garantia, trouxeram à luz do dia as dificuldades de liquidez das instituições de crédito. A curva do preço dos imóveis iniciava, agora, um trajeto descente. Por seu turno, tendo sido acionadas as garantias respetivas, a oferta e a procura assumem proporções desiguais: o excesso de oferta face à procura nula conduzia a uma maior depreciação do preço dos imóveis.

Esta insolvabilidade sectorial afetou, finalmente, a economia no seu todo, já que inúmeras instituições fundeavam os seus balanços neste tipo de ativos financeiros complexos. Posto isto, a confiança dos investidores foi mais profundamente abalada no dia 15 de setembro de 2008, em que o *FED* decide não intervencionar o *Lehman Brothers Holdings Inc.* e o gigante financeiro viu-se obrigado a declarar falência.

A partir daqui, o colapso financeiro alastrou-se para todos os sectores do Globo Ocidental, à semelhança de uma queda ordenada de peças de dominó.

Tentando travar a destruição sistémica de todo o tecido económico e bancário, assiste-se a um movimento generalizado de intervenção nas economias³⁶. A confiança (que é *pedra angular* do sistema), dos investidores e das famílias e, outrossim, a dos próprios bancos no mercado intrabancário havia sucumbido.

No Velho Continente, por forma a fazer face a este condicionalismo, implementou-se um conjunto de medidas³⁷ que passavam, nomeadamente, pela outorga de auxílios de emergência (pelos próprios EM) em determinadas operações ou a certas instituições com

³⁵ Cada crise era seguida de novos períodos de expansão, em ciclos de bloom/bust que permitiam novos ganhos por parte de operadores mais atentos, CORDEIRO, António Menezes, *A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades*, in Direito Sancionatório das Autoridades reguladoras, Coimbra Editora (junho de 2009), pg. 18.

³⁶ O *Bank of America* adquire o *Merryll Lynch*; o *HBOS* é comprado pelo *Lloyd TSB*; os vários Estados são obrigados a intervir, nacionalizando-se, entre outros, o *AIG*, o *Dexia*, o *Bradford & Bingley* e o *Fortis*.

³⁷ EUROPEAN COMMISSION, *The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis*. Publicada no JO C 270 (25 de outubro de 2008).

elevado risco sistémico. O objetivo era o de repor a confiança nas instituições financeiras através de regimes de garantia e da injeção de capitais adicionais.

Em Portugal, neste âmbito, é publicada a Lei n.º 60-A/2008, de 28 de outubro (regulada pela Portaria n.º 1219-A/2008, de 23 de outubro), que veio estabelecer a possibilidade de concessão extraordinária de garantias pessoais pelo Estado. Através deste instrumento jurídico, o Estado prestou quatro³⁸ garantias pessoais, no montante global de € 4.300 milhões a várias instituições de crédito³⁹. Foram, igualmente, consagradas várias medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito, aprovadas pela Lei n.º 63-A/2008, de 24 de novembro⁴⁰. Para além disto, foram prestadas nesse ano, outras sete garantias pessoais⁴¹ ao abrigo da Lei 112/97, de 16 de setembro⁴².

1.2 As reformas da supervisão

Como resposta a esta crise, iniciou-se um movimento de mudança de paradigma na supervisão (em sentido lato). As medidas imediatas de combate à crise careciam de ser acompanhadas pela alteração profunda do sistema de supervisão/regulatório.

Nos EUA, evidencia-se como marco cimeiro de tais alterações o *Dodd-Frank Act*⁴³⁻⁴⁴; e no que aos HF concretamente diz respeito, o *Title IV*, que altera o *Investment Advisors Act* de 1940.

Na UE, em novembro de 2008, a Comissão nomeou um grupo de trabalho, sob a presidência de Jacques de Larosière, com o propósito de estudar e elaborar propostas por forma a criar um sistema europeu de supervisão mais eficiente, integrado e sustentável. É desta iniciativa que nasce o Relatório Larosière⁴⁵, a 25 de fevereiro de 2009.

³⁸ Todos estes valores são referidos por referência ao *Parecer sobre Conta Geral do Estado Ano Económico de 2008, Volume II* elaborado pelo Tribunal de Contas (Lisboa, 16 de dezembro de 2008).

³⁹ A saber: (i) CGD – Caixa Geral de Depósitos, S.A. (com um montante de capital garantido de € 1.250 milhões); (ii) BES – Banco Espírito Santo, S.A. (com um montante de capital garantido de € 1.500 milhões); (iii) de igual montante garantido o BCP – Banco Comercial Português, S.A.; e, por fim (iv) garantindo € 50 milhões ao Banif – Banco Internacional do Funchal, S.A..

⁴⁰ Diploma que sofreu até agora 8 alterações. Vide versão consolidada na Lei n.º 1/2014, de 16 de janeiro.

⁴¹ Cobrindo um total de € 953,5 milhões.

⁴² Em 2008 Portugal também nacionalizou o BPN – Banco Português de Negócios, S.A., através da Lei n.º 62-A/2008, de 11 de novembro. No entanto, não se afigura correto, do nosso ponto de vista, colocar esta nacionalização sob o mesmo prisma das que sucederam na Europa e no mundo, tributárias diretas desta crise.

⁴³ Referimo-nos ao *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, disponível online em: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

⁴⁴ Este diploma, que é muito complexo, constitui um acervo de 16 títulos, mais de 500 formulações, cerca de 1.500 seções. Criou o (i) *Financial Stability Oversight Council*, composto por diversas agências, que funcionam como um sistema de aviso prévio para problemas no sistema financeiro; e (ii) o *Consumer Financial Protection Bureau*. Para além disto atribuiu novas competências de supervisão à *Securities and Exchange Commission* (adiante referida como SEC), entre diversas outras novidades legislativas.

⁴⁵ Relatório do grupo de peritos de alto nível sobre a supervisão financeira da EU.

Consequentemente é publicada a Comunicação da Comissão intitulada *Supervisão Financeira Europeia*⁴⁶, onde se estabelecem os traços gerais de um novo quadro de supervisão para a UE⁴⁷. Estavam dados os primeiros passos para uma nova arquitetura regulatória na Europa: o novo Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (“SESF”). Criou-se o Comité Europeu do Risco Sistémico, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (“ESMA”), a Autoridade Bancária Europeia (“EBA”), e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (“EIOPA”).

2. A GÉNESE

Embora não existam evidências empíricas que o corroborem, muitos são os que advogam que os HF são importantes para a liquidez no mercado de capitais⁴⁸ (principalmente no mercado dos derivados) acelerando o processo de determinação do preço⁴⁹. Ao mesmo tempo que são tidos, por outros, como os grandes responsáveis pela crise⁵⁰.

Não tomando posição na querela, a regulação dos HF impôs-se – como reconheceu a Comissão⁵¹ – para controlar o seu risco sistémico, através da possibilidade de imposição de limites da alavancagem, assim como do *short selling*. Na verdade, ainda que o grande motor para a sua regulação efetiva tenha sido a crise mundial de 2008; o debate sobre a regulação dos FIA já havia começado anos antes.

A regulação dos FIA, bem como os seus efeitos e riscos globais, passou a ser ponderada (oficialmente) em 2005, ano em que foi publicado o *Livro Verde sobre o reforço do enquadramento que rege os fundos de investimento na UE*⁵². Neste documento, a Comissão considerava que os HF não eram fonte significativa de risco sistémico (*devido à sua dimensão, relativamente, diminuta e ao seu recurso, moderado e acompanhado de garantias, ao crédito*), porém o seu rápido crescimento e a falta de transparência eram

⁴⁶ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0252:FIN:PT:PDF>.

⁴⁷ Em português vide PEREIRA, JOSÉ NUNES *Reforma da supervisão financeira europeia* in Revista de Concorrência e Regulação Ano I, número 2 (abril-junho 2010), páginas 165 e ss em geral, não obstante outros, como: IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo, *Towards a New European Financial Supervision Architecture*, Journal of European Law Online Vol. 16, 11.0 I (2009); WYMEERSCH, Eddy, *The institutional reforms of the European financial supervisory system*. Financial Law Institute (2010); MÜLBERT, Peter / WILHELM, Alexander, *Reforms of the EU Banking and Securities Regulation after the Financial Crisis*. Mainz: (2010).

⁴⁸ Entre outros vide KOLB, Robert W./ OVERDAHL, James A. *Financial derivatives : pricing and risk management*. John Wiley & Sons, Inc. (2010), pg.543.

⁴⁹ HOLLER, J., *Hedge Funds and Financial Markets*. Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH (2012), pg. 6.

⁵⁰ A título de exemplo vide LYSANDROU, Photis, *The real role of hedge funds in the crisis*. Financial Times (1 de abril de 2012).

⁵¹ Referência à exposição de motivos da *Proposta de Diretiva para os gestores de fundos de investimento alternativo*, dada a conhecer a 29 de abril de 2009.

⁵² COM (2005) 314 final (SEC(2005) 947) (12 de julho de 2005).

preocupações crescentes. Posto isto, a regulação impunha-se, nesta sede, em virtude da falta de harmonização das legislações nacionais, que impediam o desenvolvimento das atividades dos próprios fundos: a regulação europeia seria essencial para o desenvolvimento deste mercado, por forma a torná-lo mais eficiente, e outrossim a tutelar os interesses dos fundos mais eficazmente.

Neste seguimento, é criada uma comissão composta por um grupo de especialistas⁵³, com o mandato de estudar a fidelidade prática daquelas conclusões. A súmula das conclusões do trabalho desenvolvido, designadamente a infrutuosidade de regulação de HF a nível europeu⁵⁴ é posteriormente publicada⁵⁵. O primeiro impulso de reflexão termina assim, com a audição pública que era devida⁵⁶, sem a aprovação de quaisquer medidas. Já em 2007, foi o Parlamento Europeu que apresentou (em diversos momentos) preocupações relativamente a este “silêncio” europeu⁵⁷, tendo mesmo aprovado várias resoluções solicitando que a Comissão o “interrompesse”⁵⁸. Pedia-se uma regulação, ainda que parcial, capaz de criar um registo público a nível europeu para produtos estruturados, criar bases de dados das suas sociedades gestoras, e/ou constituir *chinese walls* entre a prestação do serviço pelo *prime broker* e a gestão concreta dos ativos.

Tais pretensões seriam atendidas anos mais tarde (em 2009), num movimento de reflexão que culminou com a apresentação da Proposta de DGFIA. Foram, nesta altura, equacionadas três opções: (i) não regular de todo; (ii) permitir abordagens de autorregulação, (iii) iniciar uma ação legislativa. Dentro desta última havia ainda a questão de saber se a reforma legal se daria a nível nacional, europeu ou internacional. A conclusão foi que o seguimento e limitação efetivos dos riscos relacionados com os GFIA

⁵³ C(2005) 4653 *Commission Decision of 5 December 2005 setting up a group of experts to report on ways to improve the efficiency of the EU investment fund market* (5 de dezembro de 2005).

⁵⁴ Bem como os fundamentos de tal premissa. Advogava-se que o sector estaria vocacionado para investidores institucionais ou profissionais e não para os investidores de retalho.

⁵⁵ *Report of the alternative investment expert group to the European commission managing, servicing and marketing hedge funds in Europe* (disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf);

Da mesma forma e em simultâneo, foi criada uma outra comissão exatamente com o mesmo propósito, com um objeto diferente: *private equity*.

⁵⁶ Cujo relatório está disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/consultations/feedbacksteg6.pdf.

⁵⁷ Designadamente: *Report of the European Parliament with recommendations to the Commission on hedge funds and private equity* (A6-0338/2008), conhecido por «Rasmussen' report» e o *European Parliament report with recommendations to the Commission on transparency of institutional investors* (A6-0296-2008) conhecido por «Lehne' report».

⁵⁸ A título de exemplo: vide *Resolução do Parlamento Europeu, de 13 de Dezembro de 2007, sobre a gestão de ativos II (2007/2200 (INI))* nos pontos 39 a 43, onde, entre outras coisas, se solicita que se inste o sector a acordar num código de conduta para a avaliação de carteiras, sistemas de gestão de riscos, transparência das estruturas de encargos e maior visibilidade das estratégias de investimento.

exigiam medidas vinculativas e passíveis de aplicação, para garantir um padrão de regulação e de supervisão⁵⁹.

Ao contrário do que havia concluído em 2005, a Comissão entendeu, nesta fase, que os HF contribuíam para a inflação dos preços dos ativos e que a sua resposta (às limitações das condições de crédito e aos pedidos de resgate dos investidores) teve um impacto pró-cíclico nos mercados em declínio e *pode ter* prejudicado a liquidez do mercado.

Foi, então, apresentada à discussão pública uma Proposta de Diretiva relativa aos GFIA⁶⁰. Esta proposta de DGFIA foi muito criticada por grande parte dos agentes económicos e cientistas desta matéria: grande parte destas críticas prendiam-se com os apertados requisitos de comercialização de FIA que, na posição dos autores, dificultariam em muito as operações de investidores da UE em FIA extra-UE.⁶¹

Com as alterações resultantes dos compromissos alcançados entre o Parlamento Europeu e o Conselho, ultrapassaram-se grande parte das críticas que acusavam a proposta de “sufocar” os investidores, tendo o texto final da Diretiva sido aprovado a 11 de novembro de 2010. Nascia a Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de junho de 2011 relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos⁶². Como é sabido, o modelo de regulação europeia é o *Modelo de Lamfalussy*⁶³, pelo que o conteúdo da nova regulação dos GFIA está compreendido nesta Diretiva-quadro, mas também nas suas medidas de execução por parte da Comissão⁶⁴, com a atuação conjunta das autoridades competentes do EM e finalmente com a respetiva transposição.

⁵⁹ Documento de trabalho dos serviços da Comissão que acompanha a Proposta de Diretiva do Parlamento europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2004/39/CE e 2009/.../CE, COM (2009) 576.

⁶⁰ *Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho de 30.04.2009, COM (2009) 2007 final.*

⁶¹ Enunciando os valores de globais que a indústria perderia caso a proposta fosse aprovada: vide HAARMAYER, DAVID, *The AIFM directive: a destructive policy for private equity and EU Economics*, 2010, (disponível online através: <http://www.altassets.com/private-equity-features/article/nz18586.html>).

⁶² Após a pronúncia de todos os órgãos europeus devidamente competentes, designadamente o parecer do Banco Central Europeu (JO C 2009/272 P1); a decisão Conselho, emitida em 27/05/2011; e o parecer do Comité Económico e Social (JO C 2011/18 P 90), é publicada no JO a 1 de julho de 2011.

⁶³ Processo legislativo implementado em março de 2001 (2335.º Sessão do Conselho Europeu de Estocolmo), que se fundou no *Final report of the Committee of wise men on the regulation of European securities markets*, de 15 de fevereiro de 2001. Configura-se, muito sumariamente, pela existência de quatro diferentes níveis: o nível 1 que corresponde correspondente à ação legislativa das instituições legislativas, cingindo-se em princípio em grandes linhas normativas; o nível 2 ao desenvolvimento, detalhe e execução destas medidas, por parte da Comissão e com a participação de representantes dos Estados-Membros em comité; o nível 3 que se prende com a atuação dos supervisores nacionais em convergência com os supervisores europeus; e, por último, o nível 4 a implementação do direito da união europeia aos EM, que também é da responsabilidade da Comissão (disponível através do seguinte endereço: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf).

⁶⁴ A saber: o Regulamento Delegado (UE) n.º231/2013 da Comissão, de 19 de Dezembro de 2012, os Regulamentos de Execução (UE) n.ºs 447 e 448/2013 da Comissão, de 15 de maio de 2013 e o Regulamento Delegado (UE) (sem número) da Comissão, de 17 de Dezembro de 2013.

3. A NOVA REGULAÇÃO

Não obstante um olhar mais particular que se fará no próximo capítulo, cumpre dar um enquadramento geral acerca da DGFIA.

A DGFIA, juntamente com os diplomas que a regulamentam, visa *estabelecer um mercado interno dos GFIA e um enquadramento regulamentar e de supervisão harmonizado e rigoroso das atividades exercidas na União por todos os GFIA*. Ao contrário do que possa parecer numa primeira aceção: a DGFIA não procura regulamentar os HF (nem qualquer outro FIA), mas antes e tão-só as entidades que os gerem e/ou comercializem, estipulando em particular regras sobre autorização, atividade e transparência.

Do facto da regulação europeia se ter estabelecido para os GFIA e não para os FIA, resultam desde logo, três conclusões: (i) que os EMs poderão regular os FIA a nível interno; (ii) a Comissão compreendeu que uma harmonização europeia a este nível seria muito difícil de alcançar, dada a diversidade dos vários tipos de FIA; (iii) para além disto compreendeu a desproporcionalidade e obsolescência que seria *regulamentar a estrutura ou a composição das carteiras de todos FIA ao nível da União*⁶⁵.

A DGFIA delimita o seu âmbito de aplicação pela descrição positiva de entidades e de atividades a ela sujeitas, assim como através do recurso a exclusões, que excecionam a regra geral.

3.1 O âmbito de aplicação: noção e aspetos gerais

A partir da sua entrada em vigor, a Diretiva aplicar-se a: (a) todos os GFIA da UE que gerem FIA da UE e extra-UE; a (b) GFIA extra-UE que gerem FIA da UE. Em ambos os casos, independentemente de os mesmos serem ou não comercializados na UE. E, ainda, a (c) GFIA extra-UE que comercializam FIA da UE e extra-UE na UE.

Bem sabemos que a definição de GFIA é-nos dada pela Diretiva (cfr. artigo 4.º n.º 1, al. b)); pelo que somos obrigados a uma incursão brevíssima sobre o valor jurídico das definições legais à luz do direito português. Nesta *vexata quaestio* são, globalmente, apostas duas posições doutrinárias: (i) a tese da natureza vinculativa e (ii) a tese da natureza meramente orientadora.

⁶⁵ Como bem se reconhece no considerando 10 da DGFIA.

Os que defendem a primeira posição (v.g. natureza vinculativa das definições legais) aceitam que ao legislador cabe comandar e não conceptualizar, mas entende que ao consagrar definições legais está a *constituir as hipóteses a que se ligam as consequências jurídicas de determinadas normas*⁶⁶ e não, simplesmente, a *dizer o que os definidos são*⁶⁷, desempenhando, por isso, um importante e inultrapassável papel interpretativo, embora não se sobreponham ao regime legal estabelecido.

Os que postulam a segunda tese (v.g. natureza meramente orientadora das definições legais) entendem que as definições legais são elementos de orientação não decisivos. Devem por isso ser tidas em conta no processo hermenêutico, porquanto, não são normas jurídicas, nem regras: são proposições jurídicas não normativas⁶⁸. Complementando este raciocínio, OLIVEIRA ASCENSÃO, ensina que de uma definição podem também resultar elementos vinculativos, ficando a definição *revestida de uma indireta injuntividade*⁶⁹.

Ambas as considerações têm *qualificações ou precisões adicionais que mitigam as diferenças que as separam*. Assim, (i) *as posições que atribuem carácter vinculativo às definições legais admitem, como seria natural, que as mesmas sejam passíveis de correção através da interpretação*; (ii) *por outro lado, as posições que negam o carácter vinculativo às definições legais, admitem que as mesmas não deverão deixar de ser tomadas em conta na tarefa de interpretação*⁷⁰.

De facto, as definições legais não são normas jurídicas⁷¹, não estabelecem nenhum dever-ser e, como tal, não são sequer consideradas normas remissivas ou não autónomas. Não se poderá dizer, porém, que sejam irrelevantes para o intérprete-aplicador. Independentemente da posição doutrinária que se adote, o cerne da questão é que as definições servem o intérprete de elementos essenciais no exercício hermenêutico – neste particular, todos temos de concordar. O que significa que, apenas de um ponto de vista teórico faz sentido a distinção entre ambas as posições: o seu confronto é formal, mais do que material ou substantivo.

⁶⁶ MACHADO, Baptista, cit. (2006), pg. 111.

⁶⁷ DUARTE, Rui Pinto, cit. (2000), pg. 74.

⁶⁸ ASCENSÃO, Oliveira, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, Almedina, 13.ª edição (2005) pg. 516; MACHADO, Baptista, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, 15.ª edição (2006) pg. 96; JUSTO, António Santos, *Introdução ao Estudo do Direito*, Coimbra Editora, 3.ª Edição (2006) pg. 150. Ou se se preferir “proposições jurídicas incompletas”, DUARTE, Rui Pinto, *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Almedina (2000), pg.76.

⁶⁹ Segundo o autor, isto sucede quando *os próprios termos da definição implicarem um regime jurídico, portanto uma disciplina imediata duma situação*, ASCENSÃO, Oliveira, cit., pg. 517.

⁷⁰ FERREIRA, Bruno, *Passaporte comunitário bancário: sucursal e livre prestação de serviços*. ROA, ano 69, Vol. I/II (2009).

⁷¹ Enquanto *critério de qualificação e de decisão de casos concretos, que poderá ou não conter uma regra de conduta*, ASCENSÃO, Oliveira, cit. (2005), pg. 494; JUSTO, António Santos, cit. (2006), pg. 139.

Isto dito, somos levados a concluir que o elenco do artigo 4.º da DGFIA, não esgota o conteúdo dos seus conceitos, mas apenas proclama o núcleo interpretativo básico, que é suficientemente amplo para manter eficaz e válido todo o regime a que se refere. E se no âmbito do direito civil há muito que o recurso a definições legais não é recomendável⁷², atrevemo-nos a dizer que no âmbito do direito europeu, tal prática, é absolutamente útil (senão essencial).

De facto, *as fórmulas jurídicas estão ontologicamente dependentes da língua que lhes dê corpo e forma*⁷³. Ora, num espaço em que vigoram diferentes línguas, bem como distintas ordens normativas, não se pode aspirar uma harmonização eficiente, se não pelo recurso a este tipo de construções capazes de aplicação “imediate” de regimes complexos a um nível continental. O recurso às definições legais é, pois, corolário direto da uniformidade na aplicação do direito europeu⁷⁴ e de uma eficaz integração europeia.

Posto isto, estamos, agora, em condições de proceder à análise do âmbito de aplicação da Diretiva, partindo da definição legal de GFIA que ela nos concede.

3.1.1 Da delimitação positiva

Nos termos do artigo 4.º, n.º 1, al. b), os GFIA são as (i) pessoas coletivas cuja (ii) atividade regular compreende a gestão de FIA; isto é, a (iii) angariação de capital a um certo número de investidores e (iv) em seu benefício, (v) com uma política específica de investimento, (vi) não requerendo autorização de atividade ao abrigo da UCITS (i.e., que não sejam OICVM).

Estes requisitos são cumulativos, pelo que não se verificando um deles, não deve o organismo ser considerado um GFIA, independentemente de se tratar de entidade aberta ao investimento público ou não (artigo 2.º, n.º 2). Importa, pois, densificar cada um destes elementos.

§1. Organismos de investimento coletivo: a Diretiva não impõe que o FIA tenha um determinado *status* jurídico, orgânico ou funcional, pelo que aqui se compreendem todas estruturas legais passíveis de obter capital (de qualquer natureza, v.g. em espécie ou

⁷² *Omnis definitio in jure civili periculosa est.* (Digesto 50, 17, 202), citado por ORESTAN, Riccardo, *Institution. Barbeyrac e l'anagrafe di un significato*. in: Scritti, Iv, Napoli: Jovene Editore, 1998. pg. 27.

⁷³ CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de direito civil português*, Parte geral, Tomo I, Almedina, (março 2005), pg.247.

⁷⁴ Esse é o objetivo último do direito europeu, como diz GORJÃO-HENRIQUES, o de ser *aplicável da mesma forma e com o mesmo sentido em qualquer EM, ainda que as realidades jurídicas e económicas se apresentem diversas*, GORJÃO-HENRIQUES, MIGUEL, *Direito da União*, Coimbra (2010), pg 326.

capital em sentido estrito) junto de investidores externos⁷⁵. Note-se que apenas a obtenção de capital *externamente* é relevante nos termos e para os efeitos da Diretiva⁷⁶ e se tal angariação for realizada na *perspetiva de gerar um rendimento partilhado para esses investidores*. Para além disto, o organismo *não deve possuir um objetivo comercial ou industrial de carácter geral*⁷⁷.

§2. Atividade regular: a gestão de FIA compreende o desempenho de serviços de gestão de investimento, ou seja, pelo menos, todas as atividades de gestão de carteiras e de gestão de risco (cfr. artigo 4.º, n.º 1, alínea w) e Anexo I da DGFIA). Não obstante estas duas funções nucleares, a Diretiva enuncia funções adicionais às de gestão de investimento em sentido estrito: as funções relacionadas com administração e comercialização de FIA, assim como as relacionadas com os seus ativos subjacentes (cfr. Anexo I da DGFIA).

§3. Angariação de capital a investidores terceiros: tem-se entendido que há gestão de investimentos de terceiros se o poder de decisão (e seus específicos contornos) está compreendido dentro do organismo que o gere; e não no investidor individualmente considerado. Evidentemente que a estratégia de investimento deve ter a participação do investidor (desde logo, no pacto constitutivo do fundo), porém, como diz ZETZSCHE⁷⁸, a gestão de investimento de terceiros existe *quando haja ainda alguma discricionariedade na gestão, designadamente, de como um determinado índice é calculado ou que tipo de colaboradores deverá ser contratado e para que funções*.

No caso do direito nacional do EM não o impeça, a mera susceptibilidade de reunir *capital de mais do que um investidor, deve ser considerada como empresa que reúne capital de um certo número de investidores, nos termos do artigo 4.º, n.º 1, alínea a) da DGFIA*⁷⁹.

§4. Em benefício dos investidores: várias considerações se poderão fazer acerca da interpretação deste elemento. Depois de recorrer aos elementos de interpretação da norma

⁷⁵ Neste sentido, ZETZSCHE, Dirk A., *Scope of the AIFMD*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Luwer, (2012) pg. 42.

⁷⁶ ESMA/2013/611, *Orientações e conceitos chave da diretiva* (13 de agosto de 2013), ponto VII.

⁷⁷ Seguindo a orientação da ESMA, ou seja, *prosseguir uma estratégia comercial que inclua características como a de desenvolver predominantemente uma atividade comercial que envolva a aquisição, venda, e/ou transação de bens ou mercadorias e/ou a prestação de serviços não financeiros; ou uma atividade industrial que envolva a produção de bens ou a construção de imóveis*. ESMA, *Orientações sobre os conceitos-chave da Diretiva GFIA*, ESMA/2013/611, (13 de agosto de 2013).

⁷⁸ ZETZSCHE, *Scope of the AIFMD*, cit. pg. 43.

⁷⁹ Caso isto não suceda, diz-nos as orientações da ESMA que, é assim considerada a) *se investir capital reunido de mais do que uma pessoa singular ou coletiva, tendo em vista investi-lo em benefício dessas pessoas; b) consistir num acordo ou estrutura que, no total, possua mais do que um investidor para a prossecução dos objetivos da DGFIA*, in ESMA/2013/611, *Orientações e conceitos chave da diretiva* (13 de agosto de 2013), ponto VIII.

jurídica, somos levados a dizer que uma interpretação restrita do conceito, no sentido de se incluir nele apenas as situações e organismos que procurem um lucro potencial, violaria a *ratio* da DGFIA: deixaria de fora os organismos que utilizam estes instrumentos jurídicos para obter vantagens fiscais (e não concretamente lucros), e bem assim, os que são construídos simplesmente para contabilizar os prejuízos⁸⁰. A boa interpretação deve ser aquela que entende que, benéfico para o investidor, não tem que ter como corolário direto a procura de lucros, mas antes aquela que entende que o investimento lhe seja favorável, que constitua para o investidor uma determinada vantagem, um interesse⁸¹ (independentemente da sua natureza ou razão). E ainda que tal benefício não constitua tecnicamente um direito, mas um mero facto jurídico, com relevância económica.

§5. Política de investimento: o FIA deverá ter uma política de investimento definida, como resulta do artigo 4.º, n.º 1, alínea a), i) da DGFIA, *o mais tardar, no momento em que os compromissos dos investidores se tornam vinculativos para estes*. Nela devem especificar-se as orientações de investimento⁸², *com referência a critérios que incluem uma ou mais das seguintes situações: (i) investir em certas categorias de ativos, ou de acordo com restrições sobre afetação de ativos; (ii) prosseguir certas estratégias; (iii) investir em regiões geográficas específicas; (iv) respeitar restrições sobre alavancagem; (v) respeitar períodos mínimos de detenção de ações; ou (vi) respeitar outras restrições criadas para promover a diversificação dos riscos*.

§6. Não ser OICVM: uma entidade é considerada OICVM, em termos gerais e independentemente da sua natureza contratual (fundos comuns de investimento) ou de forma societária (sociedade de investimento), se tiver por objeto exclusivo o investimento coletivo de capitais obtidos junto do público em valores mobiliários e/ou outros ativos líquidos; que o seu funcionamento seja norteado pelo princípio da repartição dos riscos, e que as partes sociais sejam readquiridas ou reembolsadas a cargo dos ativos destes organismos, nos termos da Diretiva UCITS e do NRJOIC.

3.1.2 Da delimitação negativa

Por forma a concentrar a atenção das autoridades competentes *nas áreas onde os riscos para o mercado e para os investidores são mais elevados*⁸³, a DGFIA explicitamente

⁸⁰ Os *pure loss funds*, in ZETZSCHE, *Scope of the AIFMD*, cit. pg. 50.

⁸¹ A expressão interesse é utilizada na versão em língua francesa.

⁸² ESMA/2013/611, *Orientações e conceitos chave da diretiva* (13 de agosto de 2013), ponto IX.

⁸³ BESSA, Tiago, cit. (2010), pg. 902.

exclui a sua aplicação a determinadas entidades e instituições (cfr. artigo 2.º, n.º 3).

§1. Como decorre da boa interpretação das normas – para além das exclusões legais (pela delimitação negativa expressa) – excluídas estão (por delimitação positiva) todos e quaisquer organismos cuja natureza e objeto não se subsuma ao conceito de GFIA, oferecido pela Diretiva. Um exercício teórico de enunciação que os esgote não tem grande interesse, dada a sua amplitude infinita. Ainda assim o legislador ofereceu algumas pistas para interpretação destas normas, ao elencar nos considerandos (e portanto sem valor vinculativo⁸⁴) algumas entidades e situações jurídicas que não se subsumem à definição de GFIA, e que como tal não estão abrangidas pelas suas normas. De que são exemplos, o contrato de seguro e os chamados *family offices vehicles*⁸⁵.

§2. Para além destas, estão também excluídas do âmbito de aplicação da DGFIA, as sociedades gestoras de participações sociais⁸⁶, os bancos centrais nacionais, as instituições supranacionais que giram FIA de modo a prosseguirem o interesse público⁸⁷, as instituições de realização de planos de pensões profissionais, as entidades de titularização de créditos, as entidades gestoras de fundos destinadas ao financiamento de sistemas de segurança social e de pensões de reforma e ainda as instituições de crédito.

§3. O artigo 3.º, n.º 1, consagra uma outra exclusão, na qual se incluem os GFIA que giram FIA cujos únicos investidores sejam o GFIA ou algum organismo do seu grupo societário, desde que nenhum eles seja um FIA.

Do que parece resultar destas normas, o legislador considerou que estas situações não teriam risco sistémico associado e colocou-as de fora do âmbito de aplicação da DGFIA. Os fins que o direito visa alcançar, enquanto, realidade racionalmente ordenada, tornam-se mais prementes aquando da redação legislativa; não devendo, por isso, o legislador extravasar os limites da necessidade da sua própria intervenção. Esta atividade está necessariamente sujeita à rígida observância de uma tal ordem, que encontra suporte no princípio da proporcionalidade, que veda os excessos normativos. Neste sentido, andou

⁸⁴ O considerando 8 não tem correspondência no articulado. Ora, como é sabido estes têm um valor puramente interpretativo. Como diz o TJ: *o preâmbulo de um ato da União não tem valor jurídico vinculativo e não poderá ser invocado para derrogar as próprias disposições do ato em causa nem para interpretar essas disposições em sentido manifestamente contrário ao seu teor literal* (vide, nomeadamente, acórdãos de 25 de novembro de 1998, Manfredi, C-308/97, Colet., p. I-7685, n.º 30 (24 de novembro de 2005) e Deutsches Milch-Kontor, C-136/04, Colet., p. I-10095, n.º 32 (2 de abril de 2009)).

⁸⁵ Entidades cujo objeto e vocação se traduz na gestão de património privado de investidores (de famílias ou indivíduos muito com elevados patrimónios), não havendo angariação de capital externo. Vide a este propósito e com muita acuidade ZETZSCHE, Dirk A., *Scope of the AIFMD*, cit., (2012) pg. 46 – 48.

⁸⁶ Na aceção plasmada na al. o) do n.º1 do artigo 4.º da DGFIA.

⁸⁷ De que são exemplo o BCE, BEI, FEI, Banco Mundial ou o FMI.

bem o legislador, ao aflorar igualmente o princípio da subsidiariedade do direito europeu, concluindo que a função desta *malha* reguladora não se impunha nestas situações.

§4. Excluídas, do âmbito da Diretiva, mas apenas no que toca à prestação de serviços de investimento em relação a FIA (e não à sua comercialização), estão as empresas de investimento, autorizadas ao abrigo da Diretiva 2004/39/CE, assim como as instituições de crédito autorizadas ao abrigo da Diretiva 2006/48/CE (cfr. artigo 6.º, n.º 8).

Por último, estão também excluídos os *GFIA que já gerissem FIA do tipo fechado* com as características temporais presentes no artigo 61.º, n.º 3 e 4.

§5. Como vemos, a Diretiva não restringe a sua aplicação quanto ao tipo de ativos geridos. Ou seja, impõe-se na gestão de variados tipos de ativos designadamente, fundos imobiliários, os fundos que investem em arte, ou em passes de jogadores de futebol, florestas, vinho, entre outros.

No nosso direito interno, a CMVM pode recusar determinados tipos de ativos para a constituição de um OIA, *sempre que a proteção dos investidores e do regular funcionamento do mercado o imponha* (cfr. artigo 170.º, n.º 4 do NRJOIC).

A posição da Diretiva é, ainda assim, uma opção criticável. Aparentemente o legislador europeu considera que *one size fits all*, porque parece dizer que ao sujeitar todos estes investimentos a um único regime jurídico, as características seriam as mesmas. Para além disto, ao mesmo tempo que abrange estas realidades diversas, retira do seu âmbito de aplicação todos aqueles investimentos sem qualquer tipo de estratégia ou *guide-line*. Terá o legislador esquecido a intenção que o levou a regular esta matéria? Não seriam os investimentos discricionários, em tese, propiciadores de maior risco e mais insegurança para o investidor, contrapartes, agentes financeiros, e no final, para a própria estabilidade dos mercados financeiros?

Julgamos que os EM deverão neste ponto, ao abrigo das suas competências, corrigir esta questão deixada em aberto pelo legislador europeu, por forma a abrir o âmbito de regulação financeira àqueles organismos: definam ou não uma política de investimento específica.

3.2 O regime comum

A DGFIA determina regras de registo, de cumprimento de requisitos e de obtenção de autorização para desenvolvimento das atividades de gestão e comercialização dos FIA,

junto das autoridades competentes dos EM, a quem caberá a sua emissão: foi aqui consagrada a regra da autorização única. Estabelece princípios orientadores muito detalhados quanto às comissões de remuneração dos seus gestores, bem como impõe obrigações e requisitos relativos ao recurso à alavancagem.

Os GFIA ficarão, também, sujeitos a obrigações de divulgação e reporte de informação, designadamente no que toca à aquisição, alienação e detenção de participações em sociedades não cotadas e emitentes. Por outro lado, a Diretiva regula a gestão dos conflitos de interesses, os requisitos organizativos dos GFIA, e estabelece um regime próprio de delegação de funções de gestão e comercialização de FIA. Assiste-se, em suma, à concretização do objetivo primordial de estabelecer uma série de requisitos e condições comuns a todos os GFIA que quiserem atuar no espaço europeu.

Quanto ao mais, remetemos para o Anexo III ao presente, que sucintamente expõe as condições de acesso e de exercício da atividade dos GFIA.

3.3 O regime simplificado

Para além de um novo acervo jurídico comum, a Diretiva consagra também um regime especial, não imperativo, que derroga o regime comum para alguns GFIA (artigo 3.º, n.º 2 e ss.). Fá-lo, atendendo à sua especificidade (o baixo volume de património sob gestão) e não obstante a possibilidade de *opt-in*, isto é, de adesão voluntária ao regime comum, previsto na Diretiva e regulamentado pelo Regulamento de Execução (UE) n.º447/2013.

É um regime mais simples, com menos obrigações, aplicável a GFIA que gerem, direta ou indiretamente, carteiras de FIA cujos ativos sob gestão⁸⁸ (i) não excedam, no total, o limiar de 100 milhões de euros; ou (ii) não excedam, no total, o limiar de 500 milhões de euros, *se as carteiras forem constituídas por FIA, e em relação aos quais não existam direitos de reembolso que possam ser exercidos nos 5 anos seguintes*⁸⁹. Os que se exerçam a sua atividade ao abrigo deste regime não poderão, no entanto, beneficiar dos direitos atribuídos pela DGFIA. Estão, designadamente, impossibilitados de solicitar o regime de passaporte, que possibilita, com base em autorização atribuída em qualquer EM, a gestão e comercialização de FIA em toda a UE.

⁸⁸ O cálculo deverá ser realizado nos termos da secção I do Regulamento DGFIA.

⁸⁹ Esta norma visou excluir do âmbito da diretiva, os fundos de capital de risco, já que geralmente não atingem esta ordem de valores. Para estes, bem como para todos os gestores de organismos de investimento coletivo cujo total de ativos sob gestão não exceda o limiar referido no artigo 3.º, n.º 2, al. b), o legislador consagrou um regime próprio, presente no Regulamento (UE) n.º 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013, relativo aos fundos europeus de capital de risco.

3.4 O regime transitório

Embora já esteja em vigor em todo o território europeu⁹⁰, e que o seu prazo de transposição já tenha terminado - a 22 de julho de 2013 (cfr. artigo 66.º), nem todos os EM cumpriram com as suas obrigações de transposição. Como é sabido (ao contrário dos Regulamentos), as Diretivas não são diretamente aplicáveis: são, sim, fonte de obrigações de resultado para os EM destinatários, quedando a estes a competência para a sua concretização⁹¹.

Em Portugal, a Diretiva ainda não foi transposta⁹², à data em que escrevemos, por isso os GFIA nacionais não poderão beneficiar do seu regime (não obstante as consequências operadas pelo efeito direto). Porém, a comercialização de FIA a investidores nacionais, nos termos previstos na DGFIA, por entidades com sede em EM que já a tenham transposto é possível. Esta é uma situação absolutamente lamentável, não apenas, por ser propiciadora de lapsos, confusões e de incerteza (numa área em que a falta de transparência já era grande), mas principalmente por se traduzir numa desigualdade regulatória dentro dos EM, que não se compreende e que, no nosso entender, era atempada e razoavelmente ultrapassável.

Por último e mais importante ainda, corolário deste atraso, coloca-se a problemática da diminuição do prazo para preparação do pedido de autorização por parte dos operadores nacionais, cujo limite é 22 de julho de 2014.

A Diretiva pode ainda ser sujeita a uma revisão a médio prazo. Até 22 de julho de 2015, nos termos do artigo 67.º, a ESMA deve transmitir ao Parlamento Europeu, ao Conselho e à Comissão um parecer sobre o funcionamento do regime de autorização única. E com base no qual deve a Comissão decidir sobre se deverá estendê-lo aos Países Terceiros.

Em 2017 a Comissão avaliará a aplicação da DGFIA (cfr. artigo 69.º), altura em que, apreciada nova pronúncia da ESMA, emitida nos termos do artigo 68.º, tomará uma decisão sobre a data em que cessarão a aplicação dos regimes nacionais e o momento a partir do qual o regime do passaporte *passará a ser o regime único e imperativo aplicável em todos os EM*.

⁹⁰ Desde 21 de julho de 2011 (cfr. artigo 70.º).

⁹¹ Vide artigo 288.º TFUE, onde se consagra a competência das instancias nacionais *quanto à forma e aos meios*.

⁹² Através da obrigação de comunicação das medidas de execução é possível conhecer quais os EM que transpuseram a DGFIA (ainda que tal comunicação não signifique que essas medidas sejam consideradas completas e conformes). Para além de Portugal, estão em situação de incumprimento Bélgica, Bulgária, Espanha, Itália, Lituânia, Hungria, Eslovénia e Finlândia (dados de janeiro de 2014).

CAPÍTULO III

GESTÃO DE RISCOS DOS HEDGE FUNDS

1. SISTEMAS DE CONTROLO

1.1 Considerações prévias

De entre várias causas que levaram à crise financeira mundial, foram as falhas dos sistemas de controlo interno e externo que sofreram maior imputação de responsabilidade⁹³ (justa ou injustamente).

Em momento anterior à análise das medidas europeias que procuram fazer face a essas falhas, importa sobretudo (pela sua importância no panorama mobiliário atual) compreender os contornos fundamentais da ciência de gestão de riscos.

A gestão dos riscos de um negócio é *latissimo sensu* o próprio objeto da Gestão: a tomada de decisões estratégicas e táticas, de modo a proceder a uma eficiente afetação de recursos – de entre as alternativas admissíveis – e obter uma taxa de retorno consistente com os riscos tomados.

Não é, porém, para este plano que se tem usado a expressão, mas antes para o sistema de governo societário que reside no estudo, quantificação, medição e acompanhamento de riscos e dos seus respetivos mecanismos, processos e técnicas⁹⁴. Por isso, e apesar de, em rigor, a devêssemos dar outro nome (por exemplo, “avaliação ou monitorização de riscos”), é o termo GR que vem sendo utilizado na literatura para a nomear⁹⁵. Acolhemo-lo aqui também.

Atendendo à sua função e características particulares, a GR tem uma metodologia própria e, *inter alia*, instrumentos específicos. Isto dito, não obsta a que continue a ser preocupação dos órgãos responsáveis pela gestão ordinária: qualquer gestor deverá ser capaz de identificar os riscos inerentes à estratégia de investimento escolhida, para depois comunicar corretamente aos investidores a exposição ao risco a que está sujeito o investimento; para que, no limite, este último possa decidir se tal exposição é para ele

⁹³ KONOLATCH, B. / CONNOLLY, L, *Precautions that pay off: risk management and valuation practices in the global hedge fund industry*, in Delloitte Research Study (2006).

⁹⁴ Como consta do artigo 38.º do Regulamento (UE) n.º231/2013, que seguiu de perto a terminologia do guia ISO 31000, *Risk management — Principles and guidelines* (2009), (definição 2.1.).

⁹⁵ Neste sentido, CROUHY, Michel/GALAI, Dan/MARK, Robert, *The essentials of risk management*. McGraw-Hill (2005), pg.85.

apropriada e pretendida⁹⁶.

Delimitando a matéria em análise, deixaremos de parte (no presente) o estudo dos variados ramos da GR, como sejam, por exemplo, a gestão da liquidez ou os testes de esforço. Começaremos por isso, a procurar dar resposta à questão de saber o que é o risco.

1.2 Do risco

Em traços micro, o objetivo de qualquer investidor é aproveitar as oportunidades de retornos positivos e controlar os retornos negativos. O risco, que no fundo é a incerteza relativamente ao retorno de um ativo, é uma variável absolutamente fundamental (designadamente, é dela que se firma a relação-base rendibilidade e risco; como é dela que depende o custo de oportunidade do capital).

Do ponto de vista financeiro, a incerteza não tem uma carga moral (positiva ou negativa); nem pode ser definida para todos os investidores, em todas as circunstâncias, de forma igual: o risco depende das preferências e características de cada um, isto é, da sua maior ou menor aversão.

No tocante ao risco de um projeto, é importante colocar em evidência a distinção entre (i) risco sistemático (ou de mercado) e (ii) o risco não sistemático (específico ou residual). Este último, fruto de uma eficiente diversificação da carteira pode ser eliminado, já que é próprio e único de um determinado ativo. Aquele não pode ser eliminado pela diversificação, na medida em que é partilhado por todos e está relacionado com as variáveis globais do sistema económico.

A teoria ora apresentada foi desenvolvida por MARKOWITZ, ao construir um modelo que permitisse a composição de um portfólio mais eficiente, reduzindo o risco do investidor: uma carteira que maximizasse o retorno esperado, minimizando a dispersão de desfechos. Nesse exercício, MARKOWITZ concluiu que – fazendo diversas suposições⁹⁷ – este investidor deveria analisar portefólios alternativos, que se baseassem na relação entre a sua média e a variância das suas *expected returns*. Fruto e por causa desta conclusão, as medidas (mais comuns) de representar o risco são a variância e o desvio-padrão: as representações matemáticas de dispersão. O *delta* mede a sensibilidade a variações da cotação do ativo; o *gamma* mede o ritmo das variações do delta; o *vega* mede a

⁹⁶ REPORT OF THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Best practices for the hedge fund industry*, (15 janeiro de 2009), pg. 26.

⁹⁷ Designadamente, que o mercado não tem imperfeições e de que as taxas de rendibilidade estão distribuídas normalmente.

sensibilidade à volatilidade; o *theta* mede a sensibilidade à passagem do tempo⁹⁸.

Partindo desta concepção, SHARPE e LITNER deram mais um passo: chegaram à conclusão que em carteiras suficientemente diversificadas, o risco de um ativo individualmente considerado não tem relevância; o que tem interesse estudar e medir é o risco sistemático (v.g. a concreta sensibilidade daquele ativo face aos movimentos do mercado). É por isto que o *beta* (representação matemática de sensibilidade) é uma outra forma de medir o risco de um ativo no contexto de carteira⁹⁹.

As ciências que estudam a GR olham com maior detalhe para o conceito de risco. Esmiuçam-no em virtude da fonte e dos seus efeitos, construindo a partir daí diferentes classificações (riscos de liquidez, riscos de contraparte e crédito e/ou riscos operacionais); para que depois se possam medir; e por fim, aceitar, transferir, eliminar ou controlar, bem como minimizar aqueles que se considerem inapropriados ou descompensados¹⁰⁰.

1.3 Formas de gestão de riscos

O risco é uma constante na vida humana, pelo que a sua problematização não é recente. Uma das formas clássicas que a civilização encontrou para proteger e/ou eliminar riscos (de forma geral) foi a celebração de contratos de seguros.

Através destes, não se garante a não realização do sinistro: a ideia base é garantir que o bem-estar do segurado permaneça tanto quanto possível inalterado, independentemente de futuros acontecimentos¹⁰¹: transferindo o risco para outra entidade (v.g. seguradoras). São uma forma de proteção contra a incerteza (o mesmo é dizer: do risco).

Por seu turno, coexistem variadas formas alternativas de gestão de riscos. Desde logo aquelas que se prendem com a celebração de contratos e/ou assunção de determinadas posições financeiras, por exemplo, através da diversificação de investimento da carteira ou da celebração de contratos de derivados financeiros (como sejam *forwards*, *futures*, *options*, *swaps*, e outros produtos estruturados). Ou bem assim, num plano interno: a gestão de riscos através da aplicação de boas práticas de *corporate governance*.

CG pode ser definido como “o sistema de normas jurídicas, de práticas e comportamentos

⁹⁸ VIEIRA, Elisabete F. Simões, [et. all], *Risco Financeiro – Medida e Gestão*, Edições Síbalo (2011), pg. 178.

⁹⁹ O *beta* médio de todas as ações de um determinado mercado é de 1,0: o que quer dizer que ativos com *beta* maior que 1 são muito sensíveis às variações de mercado, e menos que 1 com sensibilidade inversa.

¹⁰⁰ JAFFER, Sohail, *Fund of Hedge Funds: For Professional Investors and Managers*. Euromoney Books Publisher (2002).

¹⁰¹ CONFRARIA, João, *Regulação e Concorrência. Desafios do séc. XXI*, Campus do Saber n.º10, (2010).

relacionados com a estrutura dos poderes decisórios – incluindo a administração, a direção e demais órgãos diretivos – e a fiscalização das organizações, compreendendo nomeadamente a determinação do perfil funcional dos atores organizativos e titulares de órgãos e corpos organizativos e as relações entre eles, os titulares de capital, os associados ou fundadores e os sujeitos relevantes para a sustentabilidade da organização”¹⁰².

Podemos (sem preocupações de rigorosa semântica¹⁰³) dizer que o bom governo societário garante (e funda-se) no cumprimento de cinco grandes valores: equidade, independência, transparência, responsabilidade e prestação de contas. A existência de verdadeiros controlos de GR é um corolário do bom governo societário e é sem dúvida *an aid in enhancing financial stability*¹⁰⁴. Não há, porém, um único caminho certo nem um único modelo de bom governo societário, cada modelo tem as suas *forças, franquezas e implicações económicas próprias*¹⁰⁵.

A importância do CG é evidente no atual *estado da arte*. As suas vantagens são sobejamente conhecidas, garantindo um nível de confiança absolutamente necessário no bom funcionamento de economias de mercado, impondo a eficiência nos mercados¹⁰⁶. E por isso, tem-se assistido ao reconhecimento de especificidade do governo societário do setor financeiro¹⁰⁷, estando a sua construção na ordem do dia.

Ao nível do CG, os organismos financeiros apresentam três grandes formas de controlo interno: ou através de funções de controlo de cumprimento (*compliance*); da auditoria interna; e por fim, do resultado do trabalho das funções de gestão de risco.

É, pois, sobre esta última que o nosso estudo incidirá.

1.4 A cultura de gestão de riscos

A GR institucionalizou-se através da *criação de sistemas de controlo interno do risco, estabelecimento de sofisticados fluxos de informação e relato entre os órgãos de gestão e*

¹⁰² CÂMARA, Paulo, *Vocação e influência universal do 'corporate governance': uma visão transversal sobre o Tema*, in *O governo das organizações – a vocação universal do corporate governance*, Coimbra editora (2011), pg. 14.

¹⁰³ Não obstante ser a propósito de outro tema: “*não vale a pena procurar-se um rigor semântico inútil por restrição forçada do conceito*”, ARAÚJO, Fernando, *Teoria económica do contrato*, Coimbra, Almedina (2007), pg. 199.

¹⁰⁴ IOSCO, *Securities Markets Risk Outlook 2013-14*, (outubro 2013) pg. 52.

¹⁰⁵ OCDE, *Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth* (2009) ponto 137 pg. 44.

¹⁰⁶ OCDE, *Principles of Corporate Governance*, (2004), in Preâmbulo.

¹⁰⁷ Mais pormenorizadamente sobre o governo societário em Fundos de Investimento Coletivo: SILVA, Fernando Nunes, *Governança dos Organismos de Investimento Colectivo*, Cadernos da CMVM, nº21, (Agosto 2005), págs. 71-8; e também: SANTOS, Hugo Moredo, *Um governo para os fundos de investimento – A vocação Universal do Corporate Governance*, Almedina, (Setembro 2011), Capítulo X, págs. 371-414.

as unidades operacionais como forma de consolidação entre práticas de auditoria e gestão de risco.¹⁰⁸

A primeira ideia que importa deixar clara, é que a atividade de GR não é (nem pode ser) vista como um conjunto de metodologias técnicas e financeiras capazes de prever resultados. É muito mais do que isso: é uma preocupação em *continuum* que se impõe categoricamente em toda a organização.

Para ser bem implementada é necessário que seja uma verdadeira trave mestra, que percorra horizontal e verticalmente toda a organização, com carácter de permanência. Que não se fixe estaticamente, mas que seja revista e avaliada sempre e, ainda, que sirva não só os propósitos de controlo, mas também de otimização do investimento¹⁰⁹. A esta ideia de GR plural demos o nome de *cultura de Gestão de Riscos*.

Em que é que se concretiza tal *Cultura*?

Seguindo de perto as considerações de COSO¹¹⁰, a GR bem construída carece de ver aplicados 8 componentes: (i) o *ambiente interno definido*, isto é, o estabelecimento *a priori* da política e filosofia de investimento e respetiva aversão ao risco, que deve ser partilhada por toda a estrutura devendo constituir parte importante dos valores e missão do organismo; (ii) fixação de objetivos; (iii) identificação de fatores que possam inviabilizar ou colidir com a prossecução dos objetivos fixados (os riscos e/ou oportunidades); (iv) avaliação e medição de riscos identificados; (v) tipos de resposta aos riscos; (vi) atividade de controlo permanente, através de procedimentos e práticas que assegurem a eficácia das respostas dadas; (vii) informação e comunicação presente em toda a organização; e (viii) respetiva monitorização por parte da gestão ordinária e por auditores independentes.

A GR não deve ser examinada como *stand-alone activity*¹¹¹, mas antes como um processo contínuo, estruturado, sistemático e “feito à medida”, que se torna capaz de criar (e proteger) valor: aumenta a transparência, combate as assimetrias de informação e garante proteção e confiança ao investidor. Internamente, prepara o organismo para a incerteza; permite o alcance de objetivos com maior probabilidade; garante um sistema claro e autónomo, capaz de identificar as oportunidades e ameaças do investimento; garantindo

¹⁰⁸ BEJA, Rui, “Risk Management” - *Gestão, Relato e Auditoria dos Riscos do Negócio*, Áreas Editora, (2004), pg. 84.

¹⁰⁹ Neste sentido, ZETZSCHE, Dirk A. / ECKNER, David, *Risk management, in The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Luwer, (2012) pg. 267.

¹¹⁰ COSO, *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* (2007), pg. 22.

¹¹¹ IOSO 31000 (2009), pg. 8.

ainda tomadas de decisão mais informadas. É um sistema dinâmico, capaz de responder à variação, com enorme relevância na reputação e credibilidade de um organismo patrimonial.

Sabemos que a GR é crucial, como aponta STULZ¹¹², quando existe elevada percentagem de alavancagem, de uso de derivados financeiros e *short selling*. Ora, bem sabemos que os FIA, em geral, (e também os HF) em virtude da sua natureza, têm não apenas altos níveis de alavancagem, como estão sujeitos a diversos riscos.

Posto isto, cumpre deixar claro que, uma boa GR carece de informação fidedigna, capaz de mostrar com a maior certeza possível a ocorrência de riscos, de forma inteligível (tanto em termos quantitativos, como qualitativos¹¹³).

Isto é: de nada valerá a expressão daqueles princípios e máximas fundamentais (cfr. ponto 1.4 do presente Capítulo), se na prática não se compreender, medir ou monitorizar os seus riscos concretos. Numa palavra: não é possível uma correta gestão do risco se não for possível a sua inteligibilidade: isto é a sua mensuração.

As técnicas financeiras que apoiem os sistemas de GR são fundamentais, designadamente para determinar a melhor *taxa de risco-retorno* e com isso atuar no melhor interesse do investidor¹¹⁴. Como sabemos, o risco pressupõe uma dupla dimensão: incerteza e indesejabilidade. Por isso, para avaliarmos o nível de risco associado, é imperioso o cálculo do *grau de indesejabilidade e a sua probabilidade de ocorrência*.¹¹⁵

Não tendo pretensão de levar a fundo este tema da ciência matemática, cumpre a título de maior compreensão dizer que, embora haja uma grande diversidade de metodologias, a abordagem dominante para medição de risco passa pelo uso das ferramentas teóricas e práticas do método *VaR*, que pode ser definido como uma estimativa matemática da ocorrência da pior perda potencial de uma carteira, num determinado horizonte temporal (*vide* ANEXO IV para uma breve descrição deste método).

¹¹² STULZ, R., *Rethinking Risk Management*, Journal of Applied Corporate Finance 9, (1996), pg. 8-24.

¹¹³ Expressão legal do artigo 70.º, n.º2 do NRJOIC.

¹¹⁴ ZETZSCHE/ECKNER, *cit.* (2012) pg. 270.

¹¹⁵ VIEIRA, Elisabete Simões, *cit.* (2011), pg. 16.

2. AS OPÇÕES DA DGFIA

2.1 Considerações prévias

Um dos objetivos que os responsáveis europeus pretenderam alcançar com a DGFIA foi a monitorização de riscos relacionados com os FIA, no contexto e mercado europeu.

Ao longo da sua preparação foram especialmente tidos em conta os seguintes sectores potenciadores de riscos: (i) aquisição do controlo de empresas por GFIA (o desalinhamento de incentivos e a falta de transparência); (ii) impacto no mercado relacionado com a tomada de controlo de empresas; (iii) eficiência e integridade dos mercados; (iv) proteção de investidores (falta de divulgação de informações aos investidores, conflitos de interesse); e (v) ainda relativos a riscos micro-prudenciais¹¹⁶. Para além destes últimos (nos quais se encontram o risco de mercado, de crédito, de liquidez, da contraparte e operacional), o risco sistémico foi especialmente tido em conta. Embora não haja definição única e seja até um conceito *amorfo*¹¹⁷.

No contexto financeiro, uma instituição, mercado ou elemento é considerado sistémico se o seu mau funcionamento ou descontinuidade causarem um impacto negativo com efeitos de contágio alargado, no sistema financeiro ou na atividade económica¹¹⁸.

Note-se que no seio da UE, a GR tornou-se *the regulatory hot spot of European financial law*¹¹⁹. Como é bom de ver, as novas imposições são, em si mesmo, um enorme desafio para os gestores de fundos já existentes, uma vez que os processos e as estruturas estabelecidas terão de ser repensadas e substituídas por novos modelos.

Em geral, as exigências relativas e as implicações de cumprir com os parâmetros da DGFIA são múltiplas e complexas. É por isso muito importante a reflexão cuidada dos modelos de negócio e da estruturação organizacional; antes de se estabelecer a estrutura do FIA. Os GFIA têm que se familiarizar com o novo modelo operativo, consagrado pela DGFIA, modelo esse onde a GR é um pilar indubitável.

¹¹⁶ *Tabela 3*, Documento de trabalho dos serviços da Comissão que acompanha a Proposta de Diretiva do Parlamento europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2004/39/CE e 2009/.../CE, COM(2009) 576.

¹¹⁷ LOURENÇO, Eduardo, *Risco sistémico, estabilidade financeira e supervisão macro prudencial no sector segurador e dos fundos de pensões*, Departamento de Análise de Riscos e Solvência, ISP.

¹¹⁸ WILHELMI, Rüdiger/BASSLER, Moritz, *AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis*, in *The alternative investment fund managers directive*, Wolters Luwer, (2012) pg. 25.

¹¹⁹ Note-se as conclusões extraídas no *Relatório Larosière*, citado *supra*.

2.2 A gestão de riscos na Diretiva

Tradicionalmente as tarefas de GR estariam integradas funcionalmente nas funções de gestão de carteiras. A falta de (i) poder/autoridade por parte das entidades responsáveis pela GR; (ii) comunicação de todos os intervenientes na cadeia de gestão de risco; (iii) abrangência na análise de toda a gama de riscos e falta ou insuficiente de experiência em matéria de GR; (iv) informação em tempo real sobre os riscos de forma clara, correta e rápida sobre os riscos: são algumas das várias deficiências ou insuficiências que foram arvoradas no tocante a GR por parte das instituições europeias¹²⁰.

Como veremos adiante, a DGFIA procurou dar resposta a todas: quer através da (i) atribuição aos responsáveis pela GR de qualidade de “altos funcionários”, que atuam com total independência; da (ii) implementação de uma função de GR funcional e hierarquicamente separada, e bem assim, a (iii) criação de um processo de GR suficientemente documentado, que analise todos os riscos envolvidos, e (iv) que seja capaz de os comunicar a toda a organização.

A existência de recursos para uma adequada GR é condição basilar para obtenção de autorização; para além de constituir o âmago básico de atividades obrigatórias de um FIA (artigo 6.º, n.º 5, alínea d)). Esta consagração é um marco na regulação europeia. Até aqui, *definir a gestão de risco como uma atividade regulada, pareceria estranho*¹²¹; não obstante, ao formar parte do núcleo essencial e constituir um requisito para GFIA, integra-se na classificação de atividade regulada¹²².

A partir de agora, os GFIA devem introduzir sistemas adequados de GR que permitam identificar, medir, gerir e acompanhar de forma apropriada todos os riscos relevantes para a estratégia de investimento de cada FIA e a que cada FIA esteja ou possa vir a estar exposto¹²³. Para isso deverão documentar toda a sua atividade, por forma a que se identifiquem todos os riscos relevantes. De entre o reporte de informação, é obrigatória a menção: (i) à natureza dos potenciais conflitos de interesses; (ii) às medidas corretivas aplicadas; (iii) às razões pelas quais se pode considerar que as medidas resultarão num funcionamento independente da função de gestão dos riscos; e (iv) ao modo como o GFIA pretende garantir que as salvaguardas sejam coerentemente eficazes (artigo 40.º, n.º 4 do

¹²⁰ Livro Verde – o governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração. (2010) Bruxelas.

¹²¹ ZETZSCHE/ECKNER cit. (2012) pg. 286.

¹²² ZETZSCHE/ECKNER cit. (2012) pg. 289.

¹²³ Cfr. artigo.º 15, n.º 2, 1.º parágrafo.

Regulamento Delegado).

Reconhece-se, pois, aquilo a que chamámos *cultura de Gestão de Riscos*¹²⁴ ao consagrar-se expressamente a obrigação que impende sobre os GFIA de rever *os sistemas de GR com suficiente frequência* (pelo menos uma vez por ano) *e adaptá-los sempre que necessário*; assim como, um dever permanente de aplicar todos os procedimentos que assegurem que o perfil de risco permanece tal qual divulgado ao investidor; ao mesmo tempo que garanta o reporte periódico de informações relativo aos níveis de risco do FIA (sejam eles presentes ou potenciais) (cfr. artigo 39.º do Regulamento Delegado).

Neste contexto, importa relembrar que, embora seja essencial que o *órgão de administração* do FIA tenha conhecimento bastante dos riscos em causa e das suas consequências; isto não significa que tenham que compreender totalmente o seu alcance matemático, retirado da análise dos modelos de quantificação do risco¹²⁵.

A este propósito há, esquematicamente e em regra, três categorias de GR que um GFIA deve cumprir, ao abrigo da DGFIA, a saber: *Gestão de Riscos Institucional* (cfr. ponto 2.2.1.); *Gestão de Riscos Operacional* (cfr. ponto 2.2.2.); *Gestão Técnica de Riscos*¹²⁶ (cfr. ponto 2.2.3.).

2.2.1 Gestão de Riscos Institucional

Ao abrigo da DGFIA, para as funções de GR, o GFIA deve constituir um departamento separado (*funcional e hierarquicamente*) das outras funções operacionais e, principalmente, da gestão de carteiras, mantendo além disso esta função na orgânica do fundo de modo permanente (cfr. artigo 15.º, n.º 1 da DGFIA e artigo 39.º do Regulamento Delegado).

Note-se que apenas se considera cumprido o requisito da separação funcional e hierárquica se forem respeitadas as quatro condições concretizadas no artigo 42.º, n.º 1 do Regulamento Delegado. A saber: os altos funcionários afetos a funções de GR não podem (a) *ser supervisionados pelos responsáveis pelo funcionamento das unidades operacionais do GFIA, incluindo a função de gestão de carteiras*; (b) *participar na execução das atividades do âmbito das unidades operacionais*; (c) *nem ser recompensados em função da realização dos objetivos associados a essa função (independentemente do desempenho*

¹²⁴ Cfr. ponto 2.4 do presente Capítulo.

¹²⁵ ZETZSCHE/ECKNER, *cit.* (2012) pg. 271, rodapé 20.

¹²⁶ ZETZSCHE/ECKNER, *cit.* (2012) pg. 269.

das unidades operacionais); pelo que, (d) a sua remuneração é diretamente fiscalizada pelo comité de remuneração, se tiver sido criado.

Esta solução da DGFIA contraria o que é proposto noutros documentos, nos quais se defende que a administração pudesse nele participar¹²⁷. E, por isso, foi uma das obrigações que a Diretiva veio impor que mais contestação sofreu.

Caberia à Diretiva, no nosso entender, a imposição de regras para alcançar determinados objetivos e /ou valores (como sejam o controlo independente e impedir conflito de interesses, p. ex.), mas não o de impor os meios (o *iter*) de os alcançar.

A existência ou não de uma unidade especializada deveria fazer parte do núcleo essencial de decisões do gestor, tendo em conta a compleição, a sofisticação e a escala das atividades do FIA em causa; bem como os seus objetivos e estratégias de investimento. Este princípio de liberdade é, aliás, respeitado no âmbito da Diretiva n.º 2010/43/UE da Comissão, de 1 de julho de 2010, de onde se retira a necessidade de se consagrar flexibilidade na estruturação da organização da sua GR.

Compreendemos bem que a Diretiva queira impor aos GFIA sistemas de GR interno, que estejam conformes com os mais apurados métodos de CG. No entanto (e sabendo que a mesma será aplicável a um vasto conjunto de FIA, que não apenas os HF), não acompanhamos a decisão de tão grande restrição à liberdade de organização interna.

Acolheu-se, irrevogavelmente, aqui o princípio de que *one size fits all*? Ou dispõe o Direito de instrumentos e ferramentas que racionalizem e assegurem a Justiça nesta aparente cegueira regulatória? (Remissão: *vide* 3.1. e seguintes do presente capítulo).

2.2.2 Gestão de Riscos Operacional

De nada valeria um departamento separado para a GR se ele estivesse esvaziado de conteúdo. A DGFIA impõe que o GFIA deve estabelecer, aplicar e manter uma política de gestão de riscos adequada e documentada que identifique todos os riscos relevantes a que os FIA que gere estão ou podem vir a estar expostos; e outrossim, que deve avaliar, acompanhar e rever periodicamente, pelo menos uma vez por ano (artigo 40.º e 41.º do Regulamento Delegado).

¹²⁷ Por exemplo, REPORT OF THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Best practices for the hedge fund industry*, (15 janeiro de 2009), onde se lê: (...) *committee comprised of members of senior management with sufficient experience and the relevant background to understand the complexities of the risk framework. In that role, these persons may also be involved in the portfolio management process.*

A revisão exposta deve ser decidida em conformidade com o princípio da proporcionalidade, tendo em conta a natureza, dimensão e complexidade das atividades do GFIA e do FIA que gere. Os GFIA devem estabelecer limites de risco máximo, mensurável qualitativa e/ou quantitativamente, tendo em conta os riscos concretamente relevantes de um determinado FIA.

Estes tetos máximos estão, por seu turno, material e sistematicamente confinados pelas estratégias, tipos de ativos e perfil de risco divulgado ao investidor e ao regulador de Mercado, para cada FIA: a sua *ratio* é de tutelar as expectativas dos investidores.

No que toca aos limites quantitativos, a regra é de *comply or explain* (cfr. artigo 44.º do Regulamento Delegado). Pelo que, em caso de incumprimento de tais limites, deverão expor toda a fundamentação de facto e de direito que justifiquem tal conclusão. Sendo certo que, não bastará razões puramente economicistas e de contenção de custos, ainda que a Diretiva nada aponte expressamente neste sentido.

Por seu turno, a autoridade competente deverá aferir a razoabilidade, proporcionalidade e legalidade de tal justificação, tendo em conta a natureza, dimensão e complexidade das atividades do GFIA e de cada um dos FIA. Esta posição parece ser a única, que permite que pequenos HF não fiquem estrangulados com os custos suportados por uma GR excessiva e desproporcional. É evidente que a avaliação quantitativa de riscos é a forma mais completa e segura; os métodos qualitativos não substituem a sua complexidade e certeza.

Como tal, sublinhamos que o juízo de proporcionalidade aplicado na análise nesta matéria, não deve nunca conduzir a considerações que olhem para estas duas vertentes como opções alternativas; e que considerem o recurso a limites qualitativos em HF expostos a riscos complexos.

Para além disto, e dos consagrados no Capítulo IV da Diretiva, o n.º 3 do artigo 15.º estabelece um conjunto de obrigações de transparência e de divulgação de informações para o exterior.

2.2.3 *Gestão Técnica de Riscos*

Por fim, completando este triângulo, referimo-nos às técnicas matemáticas de avaliação e quantificação de riscos. Isto é, a representação de *informação organizada de forma significativa que permita tomar medidas de gestão adequadamente suportadas, aferidas e*

validadas.¹²⁸

O legislador na DGFIA não tomou posição quanto ao melhor método de medição de riscos, impondo *somente*¹²⁹ que se adotem *mecanismos, processos e técnicas adequadas e eficazes*¹³⁰.

E que esses, nos termos do n.º 3 do artigo 45.º do Regulamento Delegado, (i) garantam que os riscos sejam avaliados rigorosamente com base em dados sólidos e fiáveis; (ii) realizem periodicamente testes retroativos para apreciação da validade dos mecanismos de medição; (iii) realizem testes de esforço e análises de cenários adequados; (iv) garantam que o nível atual de risco cumpre com os limites de risco fixados; (v) estabeleçam medidas corretivas de defesa do investidor caso haja ultrapassagem daqueles.

Esta é, do nosso ponto de vista, uma opção de aplaudir: (i) as técnicas e mecanismos de medição de risco dependem muito das estratégias a aplicar (como vimos), pelo que o intervencionismo rígido poderia conduzir a obrigações técnicas que não serviriam plenamente os seus próprios propósitos; (ii) não entra na discussão (que não encontra consenso nem no mundo académico nem prático) sobre qual o melhor sistema e metodologia para cada tipo de estratégia ou para cada tipo de investimento; e como tal (iii) salvaguardou-se a liberdade de escolha e de determinação aos GHF – de facto só a ele e ao investidor caberá a decisão de que metodologias melhor se lhes aplicam, desde que respeitando os valores que a DGFIA visa atingir.

É claro que uma boa GR carece de um bom sustentáculo: a falta de representação de dados, assim como a sua incompletude, fará com que, provavelmente, a lógica por detrás de uma concreta GR falhe ou venha a falhar completamente¹³¹. Recorde-se a obrigação de se basearem em *dados sólidos e fiáveis*.

Frisando a importância destes, a DGFIA (com novas alterações face à redação inicial) demonstra especial preocupação quanto à (potencial) importância excessiva dada às agências de notação de risco¹³² e da informação por estas fornecida.

Note-se o mecanismo de proteção *ex ante*: na avaliação da qualidade creditícia os GHF deverão estar *impedidos de se basearem exclusiva ou mecanicamente nas notações de*

¹²⁸ BEJA, Rui, *cit.* (2004), pg. 105.

¹²⁹ O itálico é nosso.

¹³⁰ Cfr. artigo 45.º, n.º 1 e 2 do Regulamento (UE) n.º231/2013.

¹³¹ ZETZSCHE/ECKNER *cit.* (2012) pg. 316.

¹³² Designadamente pela generalizada falta de credibilidade e fiabilidade.

risco (na aceção do artigo 3.º, n.º 1, alínea b) do Regulamento relativo às agências de notação de risco¹³³⁻¹³⁴). E ainda: *autoridades competentes devem verificar a adequação dos processos de avaliação de crédito dos GHF, avaliar a utilização de referências às notações de risco primeiro, nas políticas de investimento dos HF e, se for caso disso, incentivar a atenuação do impacto de tais referências, tendo em vista reduzir a sua dependência exclusiva ou mecânica das referidas notações de risco* (artigo 15.º, n.º 3-A).

É, pois, fundamental que ao recorrer a provedores de dados e informação externos, se assegurem padrões de fiabilidade, seriedade e qualidade no processamento de informação. E que os GHF disponham de especialistas capazes de as interpretar compreender e medir, com autonomia técnica e espírito crítico.

3. DAS PROPOSTAS DE SOLUÇÃO: DOS HEDGE FUNDS EM ESPECIAL

Como já vem sido dito (*vide* ponto 1 do presente Capítulo) após o colapso financeiro de grandes instituições¹³⁵, os sistemas internos de GR têm vindo a aumentar no âmbito de GHF: muito por força do exercício de pressão por parte de investidores institucionais¹³⁶ que passaram (à semelhança dos supervisores) a estar mais propícios a este tipo de cuidados. Recorde-se que o risco último de um HF é o de perda de todo o investimento de capital, já que, em regra, os HF não garantem a restituição do capital investido¹³⁷. Note-se, ainda que esta atividade não serve para eliminar - nem tão pouco para reduzir - *todos* os riscos (os gestores são pagos precisamente para correrem riscos), mas para limitar a exposição do investimento a certos tipos de riscos, e principalmente para sobre eles exercer controlo.

Os HF tradicionalmente asseguram internamente as suas funções de gestão de riscos em conjunto com as funções de gestão de carteiras e de portefólios, através de procedimentos e processos cuja formalização e documentação era mais reduzida.

Hoje, como vimos, os HF terão que se familiarizar com esta nova realidade operativa, a nível de governo e de decisões financeiras. Será certamente uma novidade, tanto para os HF existentes como para os que se venham criar; para além da complexidade (e eventual

¹³³ Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009.

¹³⁴ Cfr. artigo 15.º, n.º 5; n.º 2, 2.º parágrafo.

¹³⁵ Exemplos: Metallgesellschaft (1993), na ordem dos USD 1,5 mil milhões, Orange County (1994) USD 1,6 mil milhões; Barings Bank (1995):USD 1,4 mil milhões; LTCM (1998): USD 2,3 mil milhões.

¹³⁶ FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions* (2000).

¹³⁷ DIAS, Gabriela Figueiredo, *cit.* (2008), pg. 84.

dificuldade) em encontrar os adequados quadros técnicos para as funções exigidas (atendendo a que não era prática prevalecente no mercado até agora).

Estas regras poderão ser em alguns casos demasiado limitadoras das atividades de HF, porque implicam um conjunto de custos, muitas vezes não justificáveis (*vide* questões levantadas no ponto 2.2.1 do presente Capítulo). Urge, por isso, compreender e estudar fórmulas alternativas ao dispor tanto do regulado como do regulador, de modo a obviar este problema; e bem assim, os deveres que incumbem a ambos.

3.1 Válvula de escape: *outsourcing*

3.1.1 Considerações prévias

É facto evidente que os mercados financeiros são cada vez mais complexos. Não obstante, a utilização de todas as ferramentas financeiras e organizacionais por forma a melhorar a eficiência, eficácia e a economia, dentro do quadro legal, continuam hoje (como sempre) a máxima.

A gestão criteriosa de recursos e a criatividade estratégica como formas de criar valor e permitir obter vantagens competitivas, face aos restantes concorrentes, são máximas estratégicas de carácter geral aplicáveis a todas as empresas e organizações.

Para as alcançar impõe-se que os gestores tenham a capacidade de planeamento e de avaliação da sua empresa através *da desagregação da empresa em todas as suas atividades e na identificação das fontes criadoras ou contribuintes para o valor*¹³⁸ – um modelo fundamental que pode auxiliar a análise de tais atividades específicas é a *Cadeia de Valor de Porter*¹³⁹.

Ao fazer este juízo estratégico, as organizações estão aptas a identificar as áreas onde a organização deve concentrar os seus recursos e bem assim, aquelas que não constituem uma vantagem competitiva sustentável. Como não as dominam, resta-lhes apenas a possibilidade de as libertar do seu seio interno, designadamente através do *outsourcing*.

Outsourcing é aqui entendido como *o processo através do qual uma organização, em linha com a sua estratégia, contrata outra, para o desempenho de uma ou várias atividades que a primeira não pode ou não lhe convém desempenhar, e na execução das*

¹³⁸ SANTOS, António, *Outsourcing e Flexibilidade: uma ferramenta de gestão para século XXI*, Texto Editora (1998), pg. 26.

¹³⁹ PORTER, Michael, *Technology and Competitive Advantage*, in *Journal of Business Strategy*, Vol.5, n.º3 (1985) pg. 60- 78.

quais a segunda é tida como especialista¹⁴⁰.

As vantagens deste modelo são muitas: desde logo aquelas que decorrem da especialização de indústrias (principalmente as de maior complexidade técnica); mas também, no que toca a diminuição de custos, já que possibilita a diminuição de investimento de empresas em funções fora do seu *core*, a consequente obtenção de economias de escala e a eliminação de barreiras à entrada na indústria¹⁴¹.

Ora, raciocínio idêntico pode (e deve) ser aplicado aos HF, designadamente na relação com as funções de GR, matéria que aqui nos trouxe. Note-se que as atuais normas relativas à delegação de funções sofreram alterações profundas desde a proposta cimeira: a DGFIA permite e consente que tais funções sejam delegáveis, tendo em vista melhorar a eficiência da sua gestão.

O recurso ao *outsourcing* para o desempenho de tais funções é, pois, uma preciosa e real alternativa à internalização das funções de GR para todos os FIA, mas especialmente para aqueles GHF cuja separação se demonstre demasiado onerosa e/ou ineficiente.

3.1.2 Uma proposta de solução e seus contornos

Parece-nos claro que o *outsourcing* pode ser um excelente modelo de gestão para que os GHF se especializem cada vez mais nas suas atividades operacionais, não deixando de cumprir com as obrigações de monitorização de riscos presentes na DGFIA, em alternativa à implementação de GR através de um comité interno.

A delegação de funções influencia em muito a estrutura de governo dos GHF, por esse motivo a Diretiva considerou que (sob reserva de limitações e condições rigorosas, incluindo a existência de razões objetivas), os GFIA deverão poder delegar o desempenho de algumas das suas funções tendo em vista melhorar a eficiência da sua gestão¹⁴², devendo sempre cumprir com os princípios gerais da DGFIA e os estabelecidos no artigo 75.º do Regulamento Delegado¹⁴³.

Isto demonstra que o *outsourcing* não se fará, pois, sem limites. Deixando, por ora, de fora as restantes funções, cumpre questionar: quais são esses limites no tocante às funções de

¹⁴⁰ SANTOS, António, *cit.* (1998), pg. 23.

¹⁴¹ Neste sentido, SANTOS, António, *cit.* (1998), pg. 41.

¹⁴² Considerando 30 da DGFIA.

¹⁴³ Analisando a delegação no âmbito da DGFIA, vide PARTSCH, Thibaut / MULLMAIER, Jérôme, *Delegation*, in AIFMD, (2013) Chapter 11.

GR? E como a GR é mais do que a função de um sector separado, mas um fio contínuo na organização, que parte deste fio é suscetível (ou não) de delegação?

A GR é uma função relativamente à qual a DGFIA expressamente admite a possibilidade de delegação (cfr. artigo 20, n.º 1, al. d)), que deverá ser feita apenas no interesse dos investidores (cfr. al. e) do mesmo artigo). No seguimento, a primeira delimitação terminológica que importa referir é que a expressão *funções de gestão* implica, as funções típicas de gestão, desde logo gestão de ativos e gestão de riscos e as funções suplementares a estas, tal qual estabelecido no Anexo I da DGFIA.

O que significa que, nos termos da Diretiva, as funções de apoio, como sejam tarefas administrativas ou técnicas realizadas pelo GFIA no desempenho das suas funções, não estão sujeitas aos requisitos de delegação da DGFIA. As funções de limpeza, restauração e aquisição de serviços e/ou produtos básicos, incluindo os serviços de administração de imóveis; apoio de recursos humanos, fornecimento e assistência operacional de *hardware* e *software*¹⁴⁴ são exemplos destas atividades. Não sendo *funções de GFIA*, são suscetíveis de delegação que não carecem de cumprir com os requisitos e condições daqueles.

E bem assim, as *simples* atividades de enquadramento de dados e as atividades acessórias à GR (de que são exemplo, serviços de assistência cujo objeto seja a emissão de recomendações ou avisos aos altos funcionários afetos à GR).

As funções específicas de GR (v.g. operacional e técnica) formam o corpo que a DGFIA visa regular e por isso, os GHF *devem notificar as autoridades competentes do seu Estado-Membro de origem antes de os acordos de delegação produzirem efeitos* (cfr. artigo 20.º, n.º 1). Devem ainda, rever regularmente os serviços prestados pelo delegado e *poder demonstrar que o delegado está habilitado e é capaz de desempenhar as funções em questão, que foi escolhido com todo o zelo devido e que o GFIA está em condições de, em qualquer momento, acompanhar de forma eficaz a atividade delegada, dar instruções adicionais ao delegado ou revogar a delegação com efeitos imediatos quando tal seja do interesse dos investidores* (cfr. artigo 20.º, n.º 1, al. f)).

Para além disto, e nos termos do artigo 76.º do Regulamento Delegado, o GHF deve justificar a razão e toda a estrutura de delegação com fundamentos objetivos, fornecendo às autoridades competentes uma descrição, explicação e provas pormenorizadas das mesmas. Por seu turno as autoridades terão de tomar em conta: (a) *otimização das funções*

¹⁴⁴ ESMA/2011/379, artigo 11.º, pg.124.

e processos operacionais; (b) poupança; (c) conhecimentos do delegado a nível da administração ou de mercados ou investimentos específicos; (d) acesso do delegado a capacidades de negociação mundiais.

*Ao avaliar estas razões, as autoridades competentes devem ter em conta a estrutura da delegação e o seu impacto sobre a estrutura do GFIA, assim como a interação das atividades delegadas com as restantes atividades do GFIA*¹⁴⁵.

O delegado, por sua vez, tem o dever de dispor de recursos suficientes para exercer as respetivas funções e as pessoas que conduzem efetivamente as suas atividades devem ter boa reputação e experiência suficiente (artigo 20.º, n.º 1, al. b)).

A delegação de funções de GR no depositário (ou respetivo delegado) está expressamente vedada na DGFIA, bem como, a *qualquer outra entidade cujos interesses possam entrar em conflito com os interesses do GFIA ou dos investidores do FIA* (sem prejuízo do previsto no artigo 20.º, n.º 2, al. b), *in fine*).

Por outro lado, apenas se admite, em regra, delegação de GR a *empresas autorizadas ou registadas para efeitos de gestão de ativos e sujeitas a supervisão*. Isto é, sociedades gestoras autorizadas nos termos da UCITS; empresas de investimento autorizadas de acordo com a Diretiva 2004/39/CE a prestar serviços de gestão de carteiras; instituições de crédito autorizadas a prestar serviços de gestão de carteiras nos termos da Diretiva 2004/39/CE; e outros GFIA externos (artigo 78.º do Regulamento Delegado).

Quando o delegado seja uma empresa de um país terceiro, além daqueles requisitos *deve ser assegurada a cooperação entre as autoridades competentes do Estado-Membro de origem do GFIA e a autoridade de supervisão da empresa em causa*.

Finalmente, a DGFIA consagra a possibilidade de delegação em entidades não autorizadas ou registadas: *mediante autorização prévia das autoridades competentes do EM de origem*, tendo por base situações especiais.

A decisão concreta de delegação caberá a cada GHF, tendo em conta as suas características, estratégias e complexidade orgânica¹⁴⁶. Neste sentido, a atividade seminal da GR, isto é, a decisão de exposição a certos riscos e a sua determinação estratégica, não é susceptível de delegação. Tratam-se das competências nucleares do órgão de gestão,

¹⁴⁵ Considerando 83 do Regulamento DGFIA.

¹⁴⁶ Neste sentido ZETZSCHE/ECKNER *cit.* (2012) pg. 292.

designadamente a definição da política e da estratégia do próprio HF, e não de um comité especializado de GR.

Duas observações suplementares merecem ainda destaque.

Ora, sabemos que os HF devem assegurar as funções de gestão de carteiras e de gestão de riscos, para obter autorização junto das autoridades competentes. Sabemos também, que a externalização de tais funções é possível e está prevista na DGFIA (cfr. artigo 20.º). Coloca-se, então a questão de saber se um HF pode fazer *outsourcing* destas duas funções (ao mesmo tempo).

Deve entender-se que sim, respeitados alguns limites. Não é admissível a externalização simultânea de ambas no caso em que materialmente o GFIA deixe de ser considerado o gestor, mas mera *letter-box entity*¹⁴⁷. Parece-nos que a *ratio* é a de assegurar que o HF deva (a todo o tempo) ter controlo último sobre o exercício daquelas funções de gestão. Por isso, concluímos que a melhor interpretação é aquela que admite como regra a externalização de ambas as funções (concomitantemente), salvo se houver externalização total das duas.

Isto é, no caso de *outsourcing* total de uma função elementar do HF (p. ex. da GR) e parcial da outra (gestão de carteiras, p. ex.), problemas não se deverão levantar¹⁴⁸. Já não deve ser de admitir, por seu turno, o *outsourcing* simultâneo das funções da GR e gestão de carteiras.

Isto dito, cumpre recordar que a intenção da Diretiva é a de evitar a desresponsabilização dos gestores. Por isso estabeleceu que o princípio geral para a delegação de funções fosse o seguinte: o *GFIA supervisiona efetivamente as funções delegadas e gere os riscos associados à delegação. Para o efeito, o GFIA deve dispor a todo o momento dos conhecimentos e recursos necessários para a supervisão das funções delegadas* (cfr. artigo 75.º, al. f) do Regulamento Delegado).

Embora seja claro que o legislador teve intenção de permitir *outsourcing* da GR; é verdade também que quis garantir que as funções de GR funcionassem com autonomia técnica e de forma livre. Note-se, aliás, expressamente, nos artigos 15.º da DGFIA e 42.º, n.º 1, al. a) do Regulamento Delegado, a proibição de supervisão daquelas funções pelo órgão de gestão.

¹⁴⁷ Estará nesta situação se verificadas as condições do artigo 82.º do Regulamento DGFIA.

¹⁴⁸ ESMA/2012/117, § 8 e 7, pg. 117.

Por um lado, o legislador determina que a regra no *outsourcing* é a de supervisão efetiva; e por outro, proíbe a supervisão das funções de GR. Ora, no caso de *outsourcing* de GR a contradição legal é evidente: deverá haver supervisão ou é esta proibida?

Coloca-se, pois, a questão de saber se a contradição é insanável e se não, como superá-la. O intérprete na sua atividade hermenêutica deve respeitar o princípio geral da presunção da racionalidade da *lei* e de aproveitamento do seu sentido útil, por forma a não se deixar arrastar pelo alcance aparente da norma. E ainda que entendamos que o legislador pudesse ter tido mais cuidado de redação, cremos que a contradição é passível de uma interpretação harmoniosa.

Assim, no cotejo e conjugação das duas normas em causa, a contradição existente deve ser resolvida dentro do próprio sistema e tendo por base a sua *ratio legis*. Por isso, e tomando em consideração o elemento literal e sistemático, resulta clara a natureza excecional da norma que proíbe a supervisão das funções de GR, mesmo quando delegadas.

As normas especiais destinam-se a concretizar os princípios e/ou integrar alguns aspetos não contemplados nas normas gerais¹⁴⁹. Não é o que sucede no presente, pelo que não há relação de especialidade entre estas duas normas.

Trata-se, antes, de um regime excecional, porquanto constitui uma oposição ao princípio/dever de controlo das funções delegadas. Assim, salvo melhor parecer, o conflito entre as normas consideradas só pode ser entendido como e na medida em que o legislador determinou a solução em geral aplicável ao *outsourcing* (cfr. 75.º, al. f) do Regulamento Delegado) e ao mesmo tempo acolheu a solução oposta, para uma determinada situação (cfr. 15.º da DGFIA e 42.º, n.º1, al. a) do Regulamento Delegado).

Em suma: estamos perante uma a regra – um dever geral de supervisão das funções delegadas; e uma a exceção – a de que no caso de *outsourcing* de funções de GR é vedada a supervisão pelo GHF.

3.2 Válvula de escape: o princípio da proporcionalidade

3.2.1 Considerações prévias

Sabemos que a DGFIA impõe uma separação funcional e orgânica da gestão de riscos. Porém, tendo em consideração vários fatores (como tamanho, organização, natureza,

¹⁴⁹ MARQUES, José Dias, *Introdução ao estudo do direito*, Centro de Estudos de Direito Civil da FDUL (1972), pg. 182.

escala ou complexidade) o artigo 15.º, n.º 1 da DGFIA e artigo 42.º, n.º 3 do Regulamento Delegado, sujeitam a regra da separação funcional e hierárquica a um juízo concreto a ser formulado pelas autoridades competentes, de acordo com o crivo do *princípio da proporcionalidade*. Estamos na presença de discricionariedade administrativa concedida pelo legislador de forma expressa.

Nesta matéria, consagra-se assim um duplo dever: por um lado, aquele que incumbe sobre os GHF, e por outro sobre as autoridades competentes, que não é de todo despiciendo.

Entendemos que o regulador, submetido que está ao cumprimento estrito de legalidade, enquanto parte integrante da administração, estaria outrossim sujeito (nos termos gerais de direito) ao dever de observância do princípio da proporcionalidade, principalmente por se tratar de um caso em que dispõe de *discricionariedade ou de espaços de livre decisão*¹⁵⁰. Assim, o primeiro ponto que salta à vista é que, não obstante esse facto, o legislador quis recordar de forma expressa o regulador de que a sua atuação se deve pautar com base nos princípios gerais de direito, designadamente o princípio da proporcionalidade.

Neste particular, a DGFIA reconhece (ainda que obscurecidamente) uma ideia base do nosso sistema jurídico: as relações entre os particulares e o Estado estão sujeitas aos princípios, corolários do Estado de Direito. *A liberdade e autonomia dos primeiros são a regra, (...) enquanto que a ingerência estatal é a exceção, e como tal limitada e de validade condicionada ao preenchimento de requisitos pré-estabelecidos*¹⁵¹.

Caso o legislador não respeitasse tal princípio (isto é, se no limite não acolhesse o cânone que se extrai da 1.ª parte do n.º 1 do artigo 15.º), poder-se-ia aliás entender que tal medida regulatória seria violadora do princípio fundamental da igualdade (tratando de modo igual o que é diferente), na comparação entre diferentes tipos de HF, suas naturezas e estratégias, caso não.

Note-se que ambos os princípios (o da igualdade e da proporcionalidade) comungam de um fundo comum, já que ambos *asseguram a justa medida e o equilíbrio dos atos do Estado, pressupondo uma base de racionalidade*¹⁵². Porém, são materialmente diferentes: enquanto que a proporcionalidade compara um ato com os objetivos visados, no juízo de

¹⁵⁰ Neste sentido CANOTILHO, Gomes, *cit.* (1999) pg. 267.

¹⁵¹ NOVAIS, Jorge Reis, *Os princípios constitucionais estruturantes da República Portuguesa*, Coimbra Editora (2004), pg. 163.

¹⁵² CANAS, Vitalino, *O princípio da proibição do excesso na Constituição: arqueologia e aplicações*, in *Prespectivas Constitucionais – Nos 20 anos da Constituição de 1976*, vol. II, Coimbra Editora (1997), pg. 603.

igualdade a comparação faz-se entre dois ou mais atos (e não entre meio e fim)¹⁵³.

O princípio da proporcionalidade não tem uma origem recente e está, hoje, muitíssimo enraizado em diversos ramos do direito europeu. É ferramenta jurídica que serve como bitola nas decisões administrativas por forma a determinar se e/ou em que medida, determinados direitos poderão ser limitados por intervenção estadual motivada por interesses públicos, mas também o é no campo da civilística pura¹⁵⁴.

De um ponto de vista da UE, há quem entenda até que o princípio da proporcionalidade é o princípio geral mais importante no campo do direito económico, já que (na ausência) de um sistema jurídico-administrativo europeu detalhado, é possível *julgar as medidas pela relação entre o objetivo perseguido e os métodos usados*¹⁵⁵.

Efetivamente, o princípio da proporcionalidade é hoje muito mais que um mero princípio constitucional ou administrativo. É um princípio geral, presente no espírito de todos os ordenamentos jurídicos, que se vem tornando também uma ferramenta essencial no domínio do GR.

Na sua concretização, o princípio da proporcionalidade comporta duas vertentes: a proibição de defeito e a proibição de excesso. Na última vertente (que é o que agora nos importa) o princípio da proporcionalidade implica um juízo à luz de três elementos basilares, v.g. adequação, necessidade e razoabilidade, que *se inferem logicamente do próprio princípio*¹⁵⁶. Estes elementos estão suficientemente estabelecidos na doutrina e na jurisprudência europeia, designadamente no Caso Fedessa¹⁵⁷, pelo que cumpre fazer uma breve análise sobre os mesmos.

(i) Subprincípio da idoneidade

Neste elemento, importa ter presente a conformidade ou adequação da medida face ao fim que visa atingir. Tendo em conta o alcance de um objetivo legítimo, pergunta-se se determinada conduta é (ou não) apta para o atingir.

No caso *sub iudice* as autoridades competentes devem formular o juízo sobre se a medida

¹⁵³ CORREIA, Alves, *O plano urbanístico e o princípio da igualdade*, Almedina (1989), pg. 443.

¹⁵⁴ Veja-se a este propósito: FIGUEIREDO, André, *O princípio da proporcionalidade e a sua expansão para o Direito Privado*, Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, vol. II (2008).

¹⁵⁵ SCHWARTZE, J., *European administrative law*, European Law Journal, (2010), pg. 158.

¹⁵⁶ ALEXY, Robert, *Teoria de los derechos fundamentales*. Centro de Estudios Constitucionales, (1997), pg. 112.

¹⁵⁷ Case C-331/48, *The Queen v. Minister of Agriculture, Fisheries and Food and Secretary of State for Health*, [ECR I-4023] (1990), parágrafo 13.

concreta da separação funcional e hierárquica de um determinado HF é ou não ajustada ao fim a que se propõe, e não a outro qualquer¹⁵⁸.

Neste sentido impõe-se o estudo da *ratio* de tal separação. Como sabemos, neste caso concreto assiste-se à consagração de sistemas de controlo interno capazes de assegurar ausência de conflitos de interesse que garantam independência na função e, *in fine*, imponham a realização de uma efetiva, séria e eficaz gestão de todos os riscos por forma a evitar novos colapsos com efeitos nefastos sobre todo o sistema financeiro e económico.

Ou seja, o princípio da proporcionalidade surge como um instrumento com vista a permitir a concreta delimitação de conflitos de interesses, isto é, da *oposição de utilidades em sentidos divergentes que se manifesta na tensão entre a motivação de uma das partes de prosseguir o seu próprio interesse, em detrimento do interesse alheio de que foi encarregue de gerir*¹⁵⁹. Mas também, como ferramenta que garanta a independência da gestão ordinária e da GR, aqui entendido, por forma a abranger, tanto a *independência de facto*, como a *aparência de independência*¹⁶⁰.

A primeira abrange o estado mental do responsável pela gestão de risco e a suscetibilidade que este tem de ser influenciado por fatores externos. A aparência da independência dependerá da visão que um cliente, um investidor, ou o público em geral, terá sobre o ofício daquele. Esta perceção externa é efetivamente importante para atestar a credibilidade da informação certificada pelo responsável pela GR e bem assim, a sua objetividade e integridade profissional. Trata-se portanto de medidas de proteção de bens e interesses da comunidade jurídica.

De um ponto de vista teleológico e lógico facilmente concluímos que tal separação é idónea e adequada aos fins que visa atingir – a monitorização de riscos.

(ii) Subprincípio da necessidade

O segundo elemento deste princípio impõe um juízo de exigibilidade ou indispensabilidade, ou seja, de entre as possíveis soluções que satisfaçam eficazmente o fim visado, deve adotar-se a que se demonstre como menos restritiva.

¹⁵⁸ Significa que a providência se mostra adequada ao objetivo almejado, se destina ao fim contemplado pela norma, e não a outro; significa, pois, correspondência de meios a fins. MIRANDA, Jorge, *Manual de Direito Constitucional*, vol. IV, Coimbra Editora (2000), pg. 207.

¹⁵⁹ BORGES, Sofia Leite, *O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira*, in *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, (Janeiro 2010) pg. 315-418.

¹⁶⁰ IOSCO, *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, parágrafo 6 (2011).

Assim, só deverá impor-se uma separação da função de GR na medida em que esse distanciamento seja o que lese em menor medida os direitos e interesses do GHF¹⁶¹. Este subprincípio torna evidente que o cidadão (ou se quisermos, o GHF) tem direito à menor desvantagem possível¹⁶², e *supõe a existência de um bem juridicamente protegido e de uma circunstância que imponha intervenção ou decisão*¹⁶³. Como já o dissemos, foi precisamente a falta ou deficiente gestão de riscos, ou a sua má utilização ou inadequação face aos riscos incorridos assumidos pelos HF que levaram à falha na medição dos mesmos, o que resultou em perdas avultadas no sector. Consequentemente, foi essa a *circunstância* que levou a UE a iniciar o movimento regulador nos FIA que é sempre (em certa medida) restritivo da liberdade e autonomia privada.

Ora, a máxima presente neste subprincípio é a da proibição do excesso, pelo que no caso *sub iudice* as autoridades competentes devem formular juízo sobre se não haverá medida e/ou meio alternativo (que não a concreta separação funcional e hierárquica) tão eficaz como aquela, mas que seja, todavia, sensivelmente menos agressivo: trata-se de uma ponderação de meio/meio. Caso a autoridade competente entenda que há, então a separação não pode ser imposta, já que o interesse público obtido pela eficiente gestão de riscos é alcançado com o mesmo grau de eficácia, por outro meio menos restritivo.

Só uma averiguação casuística e tendo em conta as características próprias de cada GHF permitirá tomar posição. Porém, julgamos pertinente um exercício ilustrativo assente numa categorização lata, em três diferentes situações abstratas: um *grande* GHF, *médio* GHF e *pequeno* GHF, tendo em conta determinados critérios como natureza, dimensão, risco e complexidade.

Quanto aos grandes e médios GHF, provavelmente não se conseguirá arvorar meios alternativos à separação para conseguir obter exatamente (i.e. com igual grau de eficácia na realização) o mesmo fim: são estruturas mais complexas, com estratégias mais arriscadas e/ou perfil maior para contribuir/gerar crises sistémicas.

Quanto aos pequenos GHF, *a contrario*, tal medida pode ser alcançada através de meios alternativos, com a mesma idoneidade, e sem uma tão grande restrição à liberdade de

¹⁶¹ Deve então respeitar-se alguns elementos interpretativos, para maior operacionalidade: a exigibilidade material, pois o meio deve ser o mais “poupado” possível quanto à limitação dos direitos; exigibilidade espacial que aponta para a necessidade de limitar o âmbito de intervenção, e a exigibilidade pessoal, que significa que a medida se deve limitar à pessoa ou pessoas em causa. CANOTILHO, Gomes, *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, Almedina (1999), pg. 264.

¹⁶² CANOTILHO, Gomes, *cit.* (1999) pg. 264.

¹⁶³ MIRANDA, Jorge, *cit.* (2000), pg. 207.

organização, de gestão e à autonomia privada. Neste caso a DGFIA não deixa ainda assim total discricionariedade na gestão, impondo o cumprimento das condições estabelecidas no artigo 43.º, n.º 1 do Regulamento Delegado¹⁶⁴.

(iii) Subprincípio da proporcionalidade em sentido estrito

Por último, sendo a medida necessária e adequada, cumpre perguntar se tal imposição é justa. Este elemento do princípio da proporcionalidade chama à colação a ideia de racionalidade (ou justa medida) entre os meios e os fins e, ainda, que a autoridade competente *proceda a uma correta avaliação da providência* que visa adotar *em termos quantitativos (e não só qualitativos)*: trata-se de uma ponderação de meio/fim de modo a que *a providência não fique aquém ou além do que importa para se obter o resultado devido – nem mais, nem menos*¹⁶⁵. É, pois, uma consequência de Justiça, já que uma norma jurídica desproporcional não é Direito.

No caso *sub iudice* as autoridades competentes devem formular um juízo sobre se a concreta separação funcional e hierárquica de GR é materialmente proporcionada, isto é, desde logo se os seus custos não são manifestamente superiores aos benefícios que sejam de esperar do seu emprego.

A formulação de ponderações exigida nesta dimensão do princípio obriga a um juízo axiológico, tendo em conta situações em concreto, pelo que enquanto bitola de controlo de margem de livre decisão, tem uma menor objetividade. De facto, este último crivo é usado como *válvula de escape contra situações aberrantes*; já que *a esmagadora maioria dos casos de desproporcionalidade esbarra imediatamente nos testes anteriores*¹⁶⁶.

Assim, e caso a autoridade competente entenda que determinado GHF *médio* seja de tal modo desrazoável, não deve tal separação ser exigida - face aos enormes custos suportados por uma reestruturação orgânica que possa levar, inclusive, a dificuldades financeiras graves que ponham em causa a própria subsistência do HF, por exemplo, e que no limite prejudiquem as regras da concorrência e de abuso de posição dominante no mercado europeu. A regulação nunca deverá impor, de tal sorte que, pelo incremento de

¹⁶⁴ Desde logo que: a) as decisões tomadas pela função de gestão dos riscos se baseiam em dados fiáveis, sujeitos a um grau adequado de controlo por parte da função de gestão dos riscos; b) A remuneração das pessoas envolvidas no exercício da função de gestão dos riscos reflete a realização dos objetivos associados a essa função, independentemente do desempenho das unidades operacionais com as quais se relacionam; c) A função de gestão dos riscos está sujeita a uma análise independente adequada para garantir que as decisões são tomadas de modo independente; d) A função de gestão dos riscos é representada no órgão de gestão ou na função de supervisão, se tiver sido estabelecida, pelo menos com a mesma autoridade que a função de gestão de carteiras; e e) Quaisquer funções incompatíveis são devidamente separadas.

¹⁶⁵ MIRANDA, Jorge, *cit.* (2000), pg. 207.

¹⁶⁶ NOVAIS, Jorge Reis, *cit.* (2004), pg. 163.

proteção, mate o protegido.

Neste caso, para além de deverem cumprir com as condições estabelecidas no artigo 43.º, n.º 1 do Regulamento Delegado, deverão ser impostas aos GHF outras condições suplementares - cfr. n.º¹⁶⁷.

3.2.2 *Uma proposta de solução e seus contornos*

De acordo com a análise realizada a separação é adequada, idónea e justa para os *grandes* GHF, e por isso proporcional. Já não é assim para determinados GHF de pequena e média dimensão: recorde-se que *a preterição de qualquer uma das três dimensões envolve a preterição global da proporcionalidade*, assumindo que os primeiros não passam no teste da proporcionalidade-necessidade e que os segundos falharam o exame da proporcionalidade-razoabilidade.

De facto, para os GFIA de menor dimensão, uma conclusão deste género (não impeditiva e não fechada) impõe-se, sob pena de provocar uma enorme sobrecarga administrativa e um desequilíbrio concorrencial indesejados: conclusão, aliás, em consonância com regime simplificado (a que já fizemos referência no Capítulo II ponto 3.3).

Tal qual no setor bancário, o princípio da proporcionalidade serve *para calibrar a intensidade das restrições ao princípio da autonomia empresarial (...)*, determinando *menores exigências em termos de governação* para os GHF, *em função da dimensão, organização interna e natureza, âmbito e complexidade das atividades desenvolvidas*¹⁶⁸.

Evidencia-se, portanto, o carácter não absoluto de *separação*: a regra é a da sua obrigação, mas casos haverá em que esta concretamente não se exija. Porém, quaisquer que seja a dimensão e as características do GHF em causa (grande, média ou pequena dimensão), os gestores estão incumbidos, a todo o tempo, de *demonstrar que existem salvaguardas específicas contra os conflitos de interesses que permitem o exercício independente das atividades de GR e que o processo de GR cumpre os requisitos* estipulados no artigo 15.º, n.º1, 2 parte da DGFIA, *este é por norma eficaz*.

Por último, caso o GHF entenda, no momento em que submete a sua inscrição junto da autoridade competente, que a separação funcional e hierárquica não lhe é exigível – por

¹⁶⁷ Designadamente: a) *Que o exercício da função de gestão dos riscos é periodicamente revisto pela função de auditoria interna ou, se esta função não tiver sido estabelecida, por uma entidade externa nomeada pelo órgão de gestão*; b) *Se tiver sido criado um comité de risco, que o mesmo dispõe dos recursos adequados e que os seus membros não independentes não dispõem de uma influência indevida no exercício da função de gestão dos riscos*.

¹⁶⁸ CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos*, in RDS IV (2012), 1, pg. 17.

respeito ao princípio da proporcionalidade – parece-nos que deve, logo aí: (i) dizê-lo expressamente nos documentos apensos ao pedido de autorização; (ii) especificar *ab initio* as salvaguardas específicas que permitam atingir o objetivo desejado (por forma a cumprir com as regras da DGFIA); e, se necessário, (iii) oferecer-se para o esclarecimento de quaisquer dúvidas, bem como o de apresentar mais informações ou garantias da robustez dos seus mecanismos internos de gestão de riscos.

CONCLUSÕES

As regras que entraram em vigor para os FIA através da DGFIA farão alterar, com toda a certeza, as estruturas do sector. O seu impacto far-se-á notar, desde logo, na orgânica interna dos GFIA e na sua relação com os intermediários e agentes financeiros. De facto, o movimento europeu de regulação abriu caminho a uma regulação setorial, ao contrário do que parecia que ia suceder se se consagrasse uma regulação específica para determinados produtos e/ou instrumentos, como sejam, os *Hedge Funds*.

Embora não seja possível definir com contornos precisos a figura dos HF, há elementos estruturais, que de um ponto de vista geral, permitem caracterizá-los. A saber: (i) estrutura de investimento coletivo; (ii) diversidade de forma e natureza jurídicas; (iii) discricionariedade na gestão; (iv) liberdade de escolha de estratégia de investimentos; (v) remuneração elevada do gestor; (vi) perseguição pelo retorno absoluto dos investimentos.

Note-se que estes são produtos extremamente complexos e mutáveis, as suas estratégias e possibilidades de investimento são latíssimas, pelo que o seu agrilhoamento numa única figura jurídica, no sentido de regular as suas atividades, provar-se-ia gorado: continuariam com mais ou menos facilidade a atuar sem os custos da regulação, porquanto a sua diversidade orgânica é quase infinita.

Nesse sentido, a Diretiva estabeleceu o seu âmbito de aplicação tendo em conta, não os FIA propriamente ditos, mas as entidades que os gerem (os GFIA). Para este efeito, fê-lo com recurso a uma delimitação positiva e negativa. Pela positiva, a Diretiva deverá aplicar-se a: (a) todos os GFIA da UE que gerem FIA da UE e extra-UE; a (b) GFIA extra-UE que gerem FIA da UE. Em ambos os casos, independentemente de os mesmos serem ou não comercializados na UE. E, ainda, a (c) GFIA extra-UE que comercializam, na UE, FIA da UE e extra-UE. Pela negativa, não se aplicará *inter alia* aos GFIA que giram FIA cujos únicos investidores façam parte do mesmo grupo societário (v.g. filiais,

sucursais, sociedades mãe e filha) ou os GFIA supranacionais ou públicos que giram FIA no interesse público.

A DGFIA consagra um regime geral aplicável a todos os GFIA (o regime comum), que estabelece o enquadramento regulatório diretamente aplicável à autorização, funcionamento e supervisão da gestão de FIA, entre os quais se incluem os HF; e ainda um regime menos exigente aplicável a GFIA de menor dimensão (o regime simplificado).

O principal motivo que levou o legislador a consagrar uma regulação aplicável aos GFIA foi, sem dúvida, para controlar e monitorizar os seus riscos. Segundo ditam as melhores práticas, todos os responsáveis pela gestão de fundos devem participar pró-ativamente no escrutínio e avaliação de riscos (potenciais ou reais), e bem assim, empenhando-se na proposição de medidas de controlo e monitorização. Porém, a DGFIA não se ficou por aqui: quis assegurar que haveria em cada FIA um comité (separado funcional e hierarquicamente) de altos funcionários para a GR.

A estes altos funcionários cabe o respeito por diversos deveres especiais, como: *inter alia*, garantir a articulação sistémica da GR, desenvolvendo e incorporando na sua atividade específica os adequados instrumentos de suporte técnico e informativo, cumprir com a política de risco e com as estratégias de investimento, e bem assim, documentando e reportando a sua atividade.

A GR não deve, por seu turno, ser vista como uma função alheia do resto da organização. Impõe-se, outrossim, que toda a organização se volte para a GR. A esta ideia demos o nome de *cultura de gestão de riscos*, para sublinhar a ideia de que para ser bem implementada é necessário que seja uma verdadeira trave mestra, que percorra horizontal e verticalmente toda a organização, com carácter de permanência.

Um GFIA deverá cumprir com três grandes máximas organizacionais relativas à GR, a que demos o nome de *gestão institucional*, *gestão operacional* e *gestão técnica de riscos*. Concluímos que em certos casos, esta regulação pode demonstrar-se excessiva. Podendo no limite impor regras absolutamente insuportáveis para os GFIA e seus investidores.

Por forma a suplantar estas aparentes cegueiras regulatórias, era imperioso estudar mecanismos e ferramentas capazes de ultrapassar de forma justa o problema, garantindo a flexibilidade que em certos casos se impõe. Note-se que *lex iniusta non est lex*.

Consequentemente e por forma a concretizar modos práticos que acudam a tal inflexibilidade, apresentámos duas válvulas de escape díspares: (i) no plano externo, o

outsourcing dos serviços afetos à GR; e (ii) no plano interno, temperando as normas regulatórias com a aplicação do princípio da proporcionalidade.

Caso o GHF não pretenda internalizar as funções de GR, concluímos que a DGFIA admite o *outsourcing* da GR: mas não sem limites. Embora seja um excelente modelo de gestão, os gestores dos fundos não poderão deixar de cumprir com as suas obrigações de monitorização de riscos, designadamente, que desenvolvam estas atividades com a autonomia técnica de que carecem.

No caso de o GHF pretender internalizar as funções de GR, o princípio da proporcionalidade deve ser chamado à colação, porquanto a sua separação funcional e hierárquica (nos termos gerais da DGFIA) não deve ser excessiva. A aplicação deste princípio, para além de ser uma possibilidade estratégica e de eficiente gestão de recursos, é antes de tudo um dever que se impõe ao regulador (como grau de exigência da separação).

Como demonstrámos, estas soluções que arvoramos são duas formas muito distintas, mas também muito eficazes, na determinação da exata medida em que deve agir a lei reguladora, nomeadamente no que toca ao grau de monitorização, gestão e controlo das funções de GR.

Assim, tanto o estudo da figura de *outsourcing* da GR, como o estudo da concreta aplicabilidade do princípio da proporcionalidade, permitem alcançar soluções práticas que, de certa forma, ultrapassam o aparente agrilhoamento regulatório da DGFIA. Soluções que, por um lado, respeitam totalmente a autonomia privada das entidades gestoras e, por outro, garantem uma eficaz supervisão, dando bons frutos para os investidores, mas principalmente para o mercado e para a economia no seu todo.

Bem sabemos que o mercado é sensível às boas práticas societárias, pelo que esta nova regulação (se bem aplicada) poderá, inclusivamente, levar ao incremento de interesse por parte de novos investidores, mais tradicionais ou com perfil de aversão ao risco maior, em tipos de investimento mais alternativos.

Por último cumpre referir que o estudo destas matérias é ainda *work in progress*, desde logo, porque as normas da DGFIA ainda não foram transpostas para o nosso ordenamento jurídico. Esperamos portanto, que o presente ensaio sirva de apoio para o debate que se aproxima, se impõe seguir e se espera fértil.

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

ALLEN, William T.

- *A challenge for corporate governance and securities regulation posed by derivatives market and hedge funds*. Conferência Portugal / União Europeia e os EUA / organização do Instituto de Direito Económico Financeiro e Fiscal da Faculdade de Direito de Lisboa. Almedina, Coimbra, (2010)

ALEXY, Robert

- *Teoria de los derechos fundamentales*. Centro de Estudios Constitucionales, (1997)

ALLEN, Steve L.

- *Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk*, Wiley Finance (dezembro 2012)

ALMEIDA, António Pereira de

- *Sociedades Comerciais, Valores mobiliários e mercados*, 6º edição, Coimbra Editora (janeiro 2011)

ANDERSON, Seth / BORN, Jeffery A. / SCHNUSENBERG, Oliver

- *Closed-End Funds, Exchange-Traded Funds, and Hedge Funds: Origins, Functions and Literature*. Springer Science+Business (2010)

ANTUNES, José Engrácia

- *Os «hedge funds» e o governo das sociedades. Direito dos valores mobiliários. IVM*. Volume IX, Coimbra Editora, (outubro 2009)

ARAÚJO, Fernando

- *Teoria económica do contrato*, Coimbra, Almedina (2007)

ASCENSÃO, Oliveira

- *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, Almedina, 13.^a edição (2005)

AWREY, Dan

- *The limits of EU hedge fund regulation*, Law and Financial Markets Review Oxford University, (março 2011)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

BAFFI, Enrico / LATTUCA, Dino/ SANTELLA, Paolo

- *Extending the EU Financial Regulatory Framework to AIFM, Credit Derivatives, and Short Selling*. Regulation of Financial Institutions eJournal (2011)

BEJA, Rui

- *Risk Management - Gestão, Relato e Auditoria dos Riscos do Negócio*, Áreas Editora, (2004)

BERTELLI, Ruggero

- *Have Hedge Funds Added Value During the Last 24 Months? A Comparison of Italian and European Funds of Hedge Funds*, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1030962>

BESSA, Tiago

- *Crise Regulação e supervisão de hedge funds*, RDS Ano II, n.ºs 3/4, Almedina (2010)

BIGGINS, John / SCOTT, Colin

- *Public-Private Relations in a Transnational Private Regulatory Regime: ISDA, the State and OTC Derivatives Market Reform*, European Business Organization Law Review 13 (2012)

BORGES, Sofia Leite

- *O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira*, in *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, (janeiro 2010)

BRAV, Alon/ JIANG, Wei/PARTNOY, Frank/THOMAS, Randall

- *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance* (2006), The Journal of Finance. Vol. LXIII, n.º4 (2008)
- *The return to hedge fund activism*, ECGI, (março 2008)

BUTTIGIEG, Christopher P.

- *An Examination of Policy Trends in EU Financial Regulation Applicable to Investment Funds* (junho 2013)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

CÂMARA, Paulo

- *Crise financeira e regulação*, in ROA, Ano 69, Vol. II e III (julho-dezembro de 2009)
- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a edição, Almedina (2012)
- *O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Almedina (janeiro 2008)
- *O governo societário dos bancos*, RDS IV (2012)
- *The AIFM's governance and remuneration committees*, in *The alternative investment fund managers directive*, Wolters Luwer, (2012)
- *Vocação e influência universal do 'corporate governance': uma visão transversal sobre o Tema*, in *O governo das organizações – a vocação universal do corporate governance*, Coimbra editora (2011)

CANAS, Vitalino

- *O principio da proibição do excesso na Constituição: arqueologia e aplicações*, in *Prespectivas Constitucionais – Nos 20 anos da Constituição de 1976*, vol. II, Coimbra Editora (1997)

CANOTILHO, Gomes

- *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, Almedina (1999)

CAPOCCI, Daniel P.J./ Hubner, Georges

- *An Analysis of Hedge Fund Performance*, Journal of Empirical Finance Journal of Empirical Finance, Vol. 11, nº. 1, (2004)

CHEFFINS, Brian /ARMOUR, John

- *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, Paper n.º 38/2011, (setembro 2011)

COLEMAN, Thomas S.

- *A Practical Guide To Risk Management*. Research Foundation of CFA Institute (julho 2011)

CONFRARIA, João

- *Regulação e Concorrência. Desafios do séc. XXI*, Campus do Saber n.º10, (2010)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

CORDEIRO, António Menezes

- *A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades*, in Direito Sancionatório das Autoridades reguladoras, Coimbra Editora (junho de 2009)
- *A tutela do consumidor de produtos financeiros e a crise mundial 2007/2010*, in ROA, Ano 69, vol. II e III, julho-dezembro

CORREIA, Alves

- *O plano urbanístico e o princípio da igualdade*, Almedina (1989)

CORREIA, Sérvulo

- *O incumprimento do dever de decidir*, in Justiça Administrativa, n.º 54 (novembro/dezembro 2005)

CROUHY, Michel / GALAI, Dan / MARK, Robert

- *The Essentials of Risk Management: The Definitive Guide for the Non-risk Professional*. McGraw-Hill Professional (janeiro 2006)

CROUHY, Michel / GALAI, Dan / MARK, Robert

- *The Essentials of Risk Management: The Definitive Guide for the Non-risk Professional*. McGraw-Hill Professional (janeiro 2006)

DIAS, Gabriela Figueiredo

- *Regulação e supervisão de hedge funds*. Direito dos valores mobiliários, Instituto Valores Mobiliários vol. VIII, Coimbra Editora (setembro de 2008)

DUARTE, Rui Pinto

- *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Almedina (2000)

E&Y

- *The perceived impact of the AIFM Directive on private equity in Europe*, (março 2012)

EECHOUD, Wouter Van. [et al.]

- *Future regulation of hedge funds: a systemic risk perspective*. Financial markets institutions & instruments. - Malden : Blackwell Publishing, Vol. 19, N° 4, (novembro 2010)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

ENGERT, Andreas

- *Transnational hedge fund regulation*. European Business Organization Law Review Vol. 11, Nº 3, (setembro 2010)

ERRO, Davide

- *Hedge funds: how far is it necessary to regulate?* Comunicação apresentada 31st Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), (junho 2006)

EUROPEAN COMMISSION

- *The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis*. Publicada no JO C 270 (25 de outubro de 2008)

FERRAN, Eilís

- *After the crisis: the regulation of hedge funds and private equity in the EU*, European business organization law review. The Hague: TMC Asser Institute. Vol. 12, Nº 3, (setembro 2011)

FERREIRA, Bruno

- *Passaporte comunitário bancário: sucursal e livre prestação de serviços*. ROA, ano 69, Vol.I/II (2009)

FIGUEIREDO, André

- *O princípio da proporcionalidade e a sua expansão para o Direito Privado*, Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, vol. II (2008)

FROSS, Stuart E. / ROHR, Michael J.

- *Authorization for US Managers under the AIFMD*, Investment Lawyer Vol. 19, No. 4 (abril 2012)

GREENWOOD, Robin/ SCHOR, Michael

- *Investor Activism and Takeovers*, 92. The Journal of Financial Economics (2009)

HOLLER, J.

- *Hedge Funds and Financial Markets*. Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH (2012)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

HUA, Henry T.C. / BLACK, Bernard

- *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, Journal of Corporate Finance, Volume 13, Issues 2–3, (junho 2007)

IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo

- *Towards a New European Financial Supervision Architecture*, Journal of European Law Online Vol. 16, 11.0 I (2009)

IOSCO

- *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence* (2011)

IOSCO

- *Securities Markets Risk Outlook 2013-14*, (outubro 2013)

JAFFER, Sohail

- *Fund of Hedge Funds: For Professional Investors and Managers*. Euromoney Books Publisher (2002)

JUSTO, António Santos

- *Introdução ao Estudo do Direito*, Coimbra Editora, 3.^a Edição (2006)

KAMAL, Sugandha

- *Hedge Fund Regulation and the EU Directive* (maio, 2012)

KAMBHU, J. / SCHUERMANN, T. / STIROH, K. J.

- *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review (december 2007)

KASSBERGER, Stefan/ Kiesel, Rüdiger

- *A Fully Parametric Approach to Return Modelling and Risk Management for Hedge Funds*, Financial Markets & Portfolio Management vol.20,n.º4, (2006)

KLOEHN, Lars

- *Transnational Financial Markets Regulation – a conference*, European Business

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

Organization Law Review Vol. 11, Nº 3

KOLB, Robert W./ OVERDAHL, James A.

- *Financial derivatives: pricing and risk management*. JohnWiley & Sons, Inc. (2010)

KONOLATCH, B. / CONNOLLY, L

- *Precautions that payoff: risk management and valuation practices in the global hedge fund industry*, in Delloitte Research Study (2006)

LAGUNA, Reyes Pala

- *Los Hedge Funds Y Sus Sociedades Gestoras*, La Ley (2013)

LOURENÇO, Eduardo

- *Risco sistémico, estabilidade financeira e supervisão macro prudencial no sector segurador e dos fundos de pensões*, Departamento de Análise de Riscos e Solvência, ISP.

LYSANDROU, Photis

- *The real role of hedge funds in the crisis*. Financial Times (1 de abril de 2012)

MACHADO, Baptista

- *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, 15.^a edição (2006)

MARIS, Pavlus

- *The new architecture for hedge fund regulation: an assessment of the recent US and EU initiatives*, Law and Financial Markets Review (maio 2012)

MARQUES, José Dias

- *Introdução ao estudo do direito*, Centro de Estudos de Direito Civil da FDUL (1972)

MCCAHERY, Joseph A. / VERMEULEN Erik P.M.

- *Private equity and hedge fund activism: explaining the differences in regulatory responses*. European business organization law review. - The Hague : TMC Asser Institute, Vol. 9, Nº4, (dezembro 2008)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

MIRANDA, Jorge

- *Manual de Direito Constitucional*, vol. IV, Coimbra Editora (2000)

MOLONEY, Niamh

- *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part 2, Rules in Action*, European Business Organization Law Review 12, (2011)

MOLONEY, Niamh

- *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part 1, Rule-Making*. European Business Organization Law Review, 12, (2011)

MOSCHELLA, Manuela

- *Getting Hedge Funds Regulation into the EU, Agenda: The Constraints of Agenda Dynamics*, Journal of European Integration, 33:3, (janeiro 2011)

MÜLBERT, Peter / WILHELM, Alexander

- *Reforms of the EU Banking and Securities Regulation after the Financial Crisis*. Mainz (2010)

NOVAIS, Jorge Reis

- *Os princípios constitucionais estruturantes da República Portuguesa*, Coimbra Editora (2004)

OCDE

- *Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth* (2009)

PAGLIARI, Stefano

- *A Wall Around Europe? The European Regulatory Response to the Global Financial Crisis and the Turn in Transatlantic Relations*, Journal of European Integration, 35:4, (2013)

PAYNE, Jennifer

- *The regulation of short selling and its reform in europe*. European Business Organization Law Review Vol. 12, Nº 3

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

PAYNE, Jennifer

- *Private Equity and its regulation in Europe*. European Business Organization Law Review. Vol. 12, Nº 4

PEREIRA, JOSÉ NUNES

- *Reforma da supervisão financeira europeia* in Revista de Concorrência e Regulação Ano I, número 2 (abril-junho 2010)

PORTER, Michael

- *Technology and Competitive Advantage*, in Journal of Business Strategy, Vol.5,n.º3,(1985)

RAZINA, Florbela / SILVA, Fernando Nunes da

- *Fundos de investimento atípicos Conceito e Regulação*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliário, nº 15 (dezembro 2002)

REBELO, Marcelo Rebelo de / MATOS, André Salgado

- *Direito administrativo geral, tomo III*, Dom Quixote, 2.ª edição, (2009)

Report of the president's working group on financial markets

- *Best practices for the hedge fund industry*, (15 janeiro de 2009)

SANTOS, António

- *Outsourcing e Flexibilidade: uma ferramenta de gestão para século XXI*, Texto Editora (1998)

SANTOS, Hugo Moredo

- *Um governo para os fundos de investimento – A vocação Universal do Corporate Governance*, Almedina, (setembro 2011)

SCHWARTZE, J.

- *European administrative law*, European Law Journal, (2010)

SERETAKIS, Alexandros

- *The New EU Directive on the Regulation of Private Equity*. Columbia Journal of European Law Online, Volume 18, No. 3, (abril 2012)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

SILVA, Paula Costa e

- *As operações de venda a descoberto de valores mobiliários*, Coimbra Editora (setembro 2009)

SILVA, Fernando Nunes

- *Governança dos Organismos de Investimento Colectivo*, Cadernos da CMVM, nº21, (agosto 2005)

SLOT, Piet Jan

- *The credit crisis and the EU* in Revista de Concorrência e Regulação, Ano I, número 3 (julho – setembro 2010)

STULZ, R.

- *Rethinking Risk Management*, Journal of Applied Corporate Finance 9, (1996)

TAVARES, Carlos

- *A regulação dos mercados: passado, presente e futuro*, Inforbanca - Lisboa : Instituto de Formação Bancária - Nº85, (julho-setembro 2010)

VAUGHAN, D. A.

- *Selected Definitions of ‘Hedge Fund’* (2003)

VICENTE, Dário Moura

- *Liberdades comunitárias e Direito Internacional Privado*. CDT Vol. 1, n.º2 (2009)

VIEIRA, Elisabete F. Simões, [et. all]

- *Risco Financeiro – Medida e Gestão*, Edições Síbalo (2011)

WILHELMI, Rüdiger/BASSLER, Moritz

- *AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis, in The alternative investment fund managers directive*, Wolters Luwer, (2012)

WYMEERSCH, Eddy

- *The institutional reforms of the European financial supervisory system*. Financial Law Institute (2010)
- *The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds* Financial Law Institute Working Paper No. 2010-06 (abril de 2010)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

ZETZSCHE, Dirk (cord.)

- *The Alternative Investment Fund Managers Directive: European Regulation of Investment Funds (International Banking and Finance Law)*, Kluwer Law International (novembro 2012)

ANEXO I

Estratégias de investimento de Hedge Funds mais comuns

Fixed Income Arbitrage

Consiste na tomada de posições longas e curtas em ativos de rendimento fixo cujo preço se encontra historicamente correlacionado, mas em que o arbitragista antecipa virem a suceder alterações nessa correlação. Os ganhos de arbitragem são geralmente amplificados pela utilização de *leverage*, uma vez que as alterações de correlação são, em regra, muito reduzidas.

Convertible Arbitrage

Trata-se duma estratégia em que o gestor combina posições longas em obrigações convertíveis em ações com posições curtas nessas mesmas ações. Os ganhos de arbitragem resultam do facto do preço do instrumento híbrido, uma vez que assume simultaneamente características duma obrigação e ação, cair de forma menos intensa do que o da ação.

Emerging markets

Neste tipo de estratégia o gestor assume posições longas em valores mobiliários de empresas provenientes de países cujos mercados financeiros são classificados como emergentes e que, como tal, apresentam um potencial significativo de valorização. Os ganhos resultam do facto do gestor aproveitar ineficiências dos mercados, as quais são exploradas com recurso a *research* intensivo que pretende colmatar a escassa informação que circula nesses mercados, identificando e investindo em valores mobiliários de empresas que se encontram subvalorizadas.

ANEXO I

Equity Market – Neutral

Trata-se duma estratégia em que o gestor assume, exatamente no mesmo montante, posições longas e curtas em determinadas ações. As posições longas são assumidas em ações que se antecipa virem a ter um desempenho melhor do que o mercado e as posições curtas em ações que se prevê virem a ter um pior desempenho. Esta estratégia permite imunizar a carteira ao risco sistémico dos mercados, beneficiando o gestor das vantagens inerentes ao risco específico de cada ação (caso se confirmem as suas expectativas).

Equity Hedge

Trata-se duma estratégia em que se combinam posições longas em ações com posições curtas em ações ou opções sobre índices de ações. A posição líquida pode variar constantemente entre longa ou curta, consoante o gestor antecipe, respetivamente, que os mercados se encontram numa linha de tendência positiva ou negativa.

Macro Investing

Trata-se da estratégia mais ampla de todos os *Hedge Funds*. Os gestores destes fundos atuam a uma escala global procurando identificar situações de ineficiência nos preços dos valores mobiliários e antecipar os efeitos que eventos macroeconómicos e políticos possam ter sobre esses preços por forma a realizarem ganhos.

ANEXO I

Neste tipo de estratégia de investimento o gestor tenta antecipar a ocorrência de determinados eventos de carácter “corporativo” que podem afetar o valor de determinados valores mobiliários. Os ganhos ocorrem caso os eventos se concretizem de acordo com as

expetativas do gestor.

São dois casos particulares desta estratégia:

i. *Merger Arbitrage*: a qual consiste na assunção de posições longas em ações de empresas que estejam a ser alvo de aquisição ou fusão e de posições curtas em ações das respetivas empresas adquirentes ou nas quais se vão incorporar as empresas a fusionar.

Event – Driven Strategies

Os ganhos esperados estão associados à expectativa de que as ações das empresas alvo de oferta de aquisição ou fusão se valorizem e de que as ações das empresas com posição dominante no evento “corporativo” se desvalorizem.

ii. *Distressed Securities*: estratégia na qual o gestor investe em activos de empresas que estejam em situação económico-financeira ou operacional débeis. Os ganhos associados a esta estratégia sucedem caso as ações que foram adquiridas a desconto, em virtude da pressão vendedora que existe nestes casos, se venham a valorizar em função da reorganização ou da recuperação das empresas.

(Fonte: RAZINA, Florbela e SILVA, Fernando Nunes, *Fundos de Investimento Atípicos. Conceitos e regulação*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º15 (dezembro 2002)

ANEXO II

Dados Gerais do Setor dos *Hedge Funds*



Gráfico 1. (Fonte: *Eurohedge*)

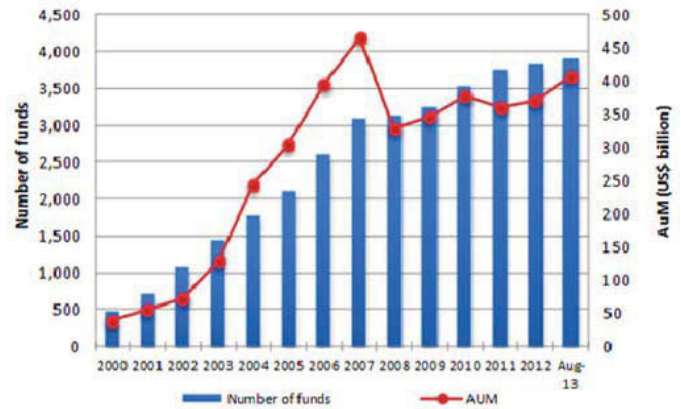


Gráfico 2. (Fonte: *EurekaHedge*)

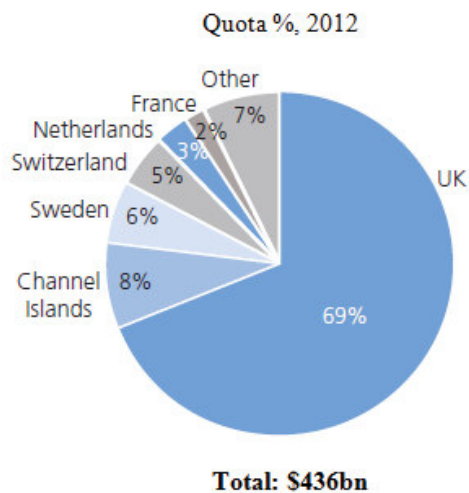


Gráfico 3. (Fonte: *City UK Report*)

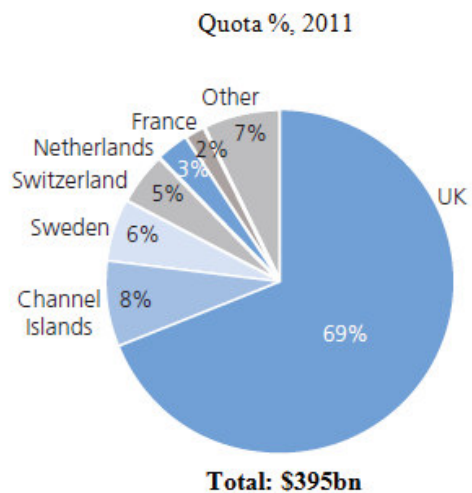


Gráfico 4. (Fonte: *City UK Report*)

ANEXO II

O mais recente relatório de HF publicado em cooperação com vários órgãos reguladores¹, em setembro de 2012, analisou 1044 HF com património líquido de US\$ 1940 mil milhões. Deste total de HF apenas 140 eram europeus.

Este é um relatório de extrema importância na medida em que as entidades participantes são instituições e reguladores, pelo que o seu conteúdo substantivo é uma avaliação de desempenho da atividade fiel, ao contrário de muitas outras que circulam, muitas vezes provindo de próprios gestores.

Importa, não descurar que as informações públicas específicas, como referem sobre HF estão normalmente sujeitas a falhas² já que a grande maioria não está domiciliada no espaço europeu ou norte-americano, e a divulgação de informação é voluntária. A razão para que isso suceda é evidente: os seus gestores procuram efetuar os seus investimentos em jurisdições com o mínimo de intervenção regulatória e tratamento fiscal o mais favorável possível, como é exemplo paradigmático as Ilhas Caimão³ ou Ilhas Virgem, mas também na europa: no Luxemburgo e/ou Irlanda.

Feita esta incursão inicial, cumpre fazer a respetiva análise.

Com base nos dados disponibilizados, o mercado global de HF tem vindo a aumentar consideravelmente. No início do milénio, o total de ativos sob gestão na indústria eram de US\$ 38.6 mil milhões⁴. Em 2007 - o ano de ouro dos HF - este número aumentou quase vinte vezes mais, altura em que se alcançou US\$472.8 mil milhões. Apesar do revés da crise financeira mundial – onde se verificou uma queda abrupta - em 2009, a indústria manteve o seu crescimento paulatino (veja-se a curva de crescimento nos gráficos anexos), tanto em termos de gestores, como de ativos sob gestão.

Para uma visão de conjunto, enunciamos os dados do Hedge Funds Research indicam o retorno anual oferecido entre 1994 e 2011. Segundo estes o investidor captou 71,93% dos lucros e o gestor os 28,07% restantes:⁵

¹ THE BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Report on the second IOSCO hedge fund survey*, outubro de 2013

² GARVARAVICIUS, T. e DIERICK, F, *Hedge fund and theis implications for financial stability*. Banco Central Europeu, Occasional Paper Series, (agosto 2005), pág. 34

³ Estão aqui domiciliados 45% dos HF geridos a partir de EUA, segundo informação presente em <http://www.fca.org.uk/news> and e em dados públicos, e.g., Hedge Fund Intelligence (HFI) e Hedge Fund Research (HFR); Segundo o CityUK estão aqui sediados 34% do número total

⁴ Informação obtida no website: <http://www.eurekahedge.com>

⁵ Disponível em: <http://www.hedgefundresearch.com>

ANEXO II

Rendibilidade anualizada bruta	12,61%
Retorno líquido para o investidor	9,07%
Retorno para o gestor	3,54%

Os HF entre 1994 e 2011 (índice HFRI)

O “Hedge Funds 2013”⁶ indicava que, no final de 2012, estavam sobre gestão de HF US\$2,050 mil milhões, em todo o Mundo. Em que Nova Iorque mantem a liderança tanto no que toca à localização de gestores como quanto a ativos sob gestão. Conforme os dados IOSCO os EUA tinham sob gestão US\$1.47 triliões e Londres US\$326 mil milhões.

Quanto à Europa: a cidade de Londres é claramente líder, e consequentemente é líder o Reino Unido. Em segundo lugar está França, e só depois Luxemburgo e Irlanda. O mercado europeu contabiliza em termos de ativos 436 mil milhões de euros, em 2012 e contabilizava, de acordo com probabilidades calculadas pelo do The CityUK, 18% do total de ativos a nível mundial e 85% de quota a nível europeu.

A indústria europeia de HF, como se vê nos gráficos anexos, adaptou-se à evolução do panorama de investimento e em setembro de 2012, segundo a EurekaHedge contabilizou ganhos de 4,48%.⁷ Através dos seguintes, podemos analisar que, em termos relativos, o Reino Unido se mantém como líder europeu em quota (69%), em ambos os anos, sendo certo que onde fundamentalmente houve mudanças foi no aumento de ativos sob gestão, facto acima já descrito.

De fato, vários dados demonstram que no ano 2012 os ativos sob gestão aumentaram mundialmente 6%⁸, face ao ano anterior, o que quer dizer que a indústria na Europa está em termos - pelo menos relativos - a acompanhar a evolução global, mas também que os investidores estão a voltar a eleger como estratégia de investimento estes fundos alternativos. Os estudos demonstram que este aumento da procura se justifica com reforços de capital investido por parte de investidores institucionais e principalmente fundos de pensões.

⁶ THE CITYUK, Disponível em <http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/bandyopadhyay/courses/Investments/TheCityUK.Report.Hedge-Funds.May-2013.pdf>

⁷ Informação obtida no website: <http://www.eurekahedge.com>

⁸ THE CITYUK, “Hedge Funds 2013”, pág. 2

ANEXO II

O Caso Português

Não existem dados disponíveis que apontem no sentido de terem sido constituídos *HF* nacionais estabelecidos em Portugal; nem se conhecem estrangeiros registados em Portugal para investimento com essa denominação explícita.

No entanto, como foi dito *supra*, muitos *HF* são constituídos em Portugal sob a estrutura de Fundos Especiais de Investimento.

Em agosto de 2013, a CMVM reportava que o *valor sob gestão dos OICVM totalizava 6.809,1 milhões de euros, mais 90,1 milhões de euros (1,3%) do que em julho. Nos FEI o valor sob gestão subiu 3,7% para 6.887,2,5 milhões de euros. Porém em Outubro desse ano informava que valor sob gestão dos OICVM e FEI havia caído 44% em setembro face a agosto, para 7.666,0 milhões de euros. Nos fundos de investimento imobiliário e fundos especiais de investimento imobiliário o montante sob gestão subiu 4,5% no período considerado para 12.861,2 milhões de euros.*

Estes dados comportam diversos elementos que podem não ter nada que ver com *HF* propriamente ditos, já que as figuras acima descritas são muitíssimo amplas, como tal por si só não são seguros e certos o bastante para deles retirar conclusões específicas.

Estas notas estimativas servem para que se tenha noção da indústria de *HF* e da sua dimensão, não obstante não ser recorrente a sua utilização em Portugal.

ANEXO III

Dos Fundos de Investimento Alternativo na UE

1. Das Condições de acesso

1.1. A emissão de autorização

Apenas entidades autorizadas, *ex ante*, para prestação de serviços de gestão e comercialização de FIAs o poderão fazer¹: vigora entre nós o princípio da exclusividade. Esta regra, norteada pelo próprio mote da diretiva, resulta expressamente do art.º6, n.º1. A autorização é um ato atributivo, multipolar ou poligonal (na medida em que afeta não apenas o destinatário, mas também terceiros), dependente de iniciativa particular e que produz efeitos externos favoráveis, de forma duradoura.

O procedimento para emissão deste ato autorizativo² a um GHF, que se encontra regulado no art.º7.º, deve ser instruído com um conjunto de declarações e documentos relativos ao GHF e aos seus membros, acerca das suas estratégias e políticas de investimento.

Deverá, também, ser entregue um plano de atividades, que demonstre existir estrutura humana e técnica *adequada e apropriada para a boa gestão* do HF (art.º7,n.º2, al.c) art.º18³); o regulamento de cada HF; bem como a identificação do depositário⁴ (art.º7,n.º3, al.c) e d)). Impõe-se, outrossim, o esclarecimento de delegação de funções (se aplicável)⁵ (art.º20.º); bem como, políticas e práticas remuneratórias. Nesta última deve incluir-se, tanto os membros de direção, os responsáveis pela assunção de riscos e funções de controlo, como qualquer colaborador cujas funções se possam assimilar às da administração e que *tenham um impacto significativo no seu perfil de risco ou no perfil de risco dos FIAs por si geridos*⁶ (art.º7,n.º2, al.d) e art.º13). O reporte deverá ser de tal forma completo, que conceda acervo suficiente para avaliar o nível de exposição ao risco de cada HF.

A autorização deve ser emitida por escrito pela autoridade competente, dentro de três meses (art.º8.º,n.º5).

¹ Este princípio não é novo. Está regulado no âmbito do direito geral dos valores mobiliários (art.º 289.2 do Cód.VM), do direito bancário (art.8.º do RGIC) e do direito dos seguros (art.7.º do DL n.º 94-B/98).

² Assim, classificado na medida em que é um ato que permite ao destinatário o exercício de uma posição jurídica que previamente lhes estava vedada.

³ Estes requisitos em matéria de organização deverão cumprir os termos dos arts.57.º e ss do Regulamento Delegado (UE) n.º231/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012. Adiante referido somente por “Regulamento n.º231/2013”.

⁴ O depositário deverá ser entidade sujeita a supervisão prudencial sediada num EM, podendo configurar-se como instituição de crédito ou empresa de investimento (art.º21,n.º3), sobre este particular *vide*, entre outros ALONSO, Isabel Aguilar, *El depositario de los fondos de inversión alternativos*. RMV n.º12-2013, pg.257 e ss.

⁵ E de acordo com os art.º 75 e ss do Regulamento (UE) n.º231/2013.

⁶ Sobre as políticas remuneratórias, *vide* CÂMARA, Paulo, *The AIFM's governance and remuneration committees, in The alternative investment fund managers directive*, Wolters Luwer, (2012) pg. 237 e ss.

ANEXO III

Caso a pretensão seja indeferida, deve a decisão ser fundamentada (art.49.º,n.º1). Trata-se da consagração do poder-dever de decisão (corolário do princípio do Estado de direito e do subprincípio da boa-fé⁷), segundo o qual a *discrecionarietà de silêncio*⁸ não é admitida. Não obstante, a sua margem de livre decisão está muito confinada pelo bloco de legalidade da DGFIA: só pode ser negada a emissão de autorização nas situações previstas no art.º8.º, que basicamente se resumem a considerar o GHF: incapaz de cumprir com as normas da diretiva; que a *direção efetiva não é assegurada por pessoas com boa reputação e experiência suficiente*; que os membros com participações qualificadas não são idóneos⁹; e no caso em que a administração central e a sede estatutária se situem em EM distinto. Isto dito, não significa que a autoridade deva emitir apenas decisões puramente positivas (ou puramente negativas), isto é, cuja decisão produza (ou não) nos seus exatos contornos, os efeitos jurídicos solicitados pelo organismo (pelo contrário *vide* art.º8.º,n.º4).

Obtida a autorização, o GHF ficará inscrito num registo central europeu, conjuntamente com HF respetivos. Este registo deverá ser mantido pela ESMA, tendo por base as informações trimestralmente fornecidas pelas autoridades competentes, acerca das autorizações concedidas ou indeferidas (art.7.º,n.º5).

Caso a autoridade não se pronuncie sobre o pedido, e este tiver sido acompanhado de todas as informações requeridas¹⁰, está consagrado o direito a recorrer à tutela jurisdicional para efetivação do seu direito (art.º49), por forma a condenar a autoridade competente à prática do ato devido.

A consequência geral da violação do dever de decisão (presente no direito português) não foi aqui derogado, onde a regra não é a do deferimento tácito. Bem se compreende que assim seja: o ato tácito levanta muitos problemas de publicidade e segurança jurídica, para além de que oferece uma parca tutela para agentes e terceiros, a que este regime não se pode compadecer.

Para além destas imposições seminais, os GHF estão sujeitos, ao longo da sua atividade, a outras obrigações de informação (art.º6,n.º7); à entrega de relatórios anuais e de outra natureza; e à divulgação de informação aos investidores.

⁷ Neste sentido: REBELO, Marcelo Rebelo de / MATOS, André Salgado, *Direito administrativo geral, tomo III*, Dom Quixote, 2.ª edição, (2009), pg.115.

⁸ A expressão é de CORREIA, Sérvulo, *O incumprimento do dever de decidir*, in *Justiça Administrativa*,n.º54 (novembro/dezembro 2005), pg.8.

⁹ Como diz o próprio artigo de modo a *assegurar uma gestão sã e prudente do organismo*.

¹⁰ Cuja enunciação está presente no art.º8,n.º5.

ANEXO III

1.2. A autorização única

No seu EM de origem o GHF pode iniciar a prestação de serviços logo após a obtida autorização. No espaço da UE, a prestação de serviços de gestão e comercialização de HFs pode, ao abrigo da DGFIA, realizar-se com recurso ou sem recurso ao passaporte. No presente focar-nos-emos na primeira hipótese.

1.2.1. Da comercialização e gestão de GHF da UE

Nos termos do art.º 31.º, surge para os EMs a obrigação de assegurar que os GHFs autorizados possam comercializar unidades de participação ou ações de qualquer HF da UE, junto de investidores profissionais, logo que estejam satisfeitas as condições previstas na DGFIA em todo o espaço europeu. A autorização goza do “passaporte comunitário”.

Decorrencia do princípio do reconhecimento mútuo (que emergiu em alternativa à realização do direito de estabelecimento no espaço europeu¹¹), é de fonte jurisprudencial¹², sendo certo que hoje, não apenas a DGFIA, mas *diversos atos comunitários acolheram de modo expresse os princípios do reconhecimento mútuo*¹³. Tal como nestes, a atividade do GHF será vigiada *pelas autoridades do respetivo Estado-Membro de origem*.

A livre prestação transfronteiriça destes serviços deveria surgir com grande naturalidade, já que nos encontramos num mercado interno (sedeado na liberdade de circulação de mercadorias, de capitais, de pessoas e de serviços). Não obstante, foi, provavelmente, o aspeto mais discutido ao longo do processo de negociação da diretiva¹⁴.

A concessão de passaporte comunitário não é, porém, automática. O GHF deve notificar as autoridades competentes do EM de origem de todos os HFs da UE que pretenda comercializar, juntando os documentos¹⁵ descritos no anexo III. Por seu turno, estas devem transmitir o processo de notificação às autoridades competentes dos restantes EMs onde está prevista a comercialização do HF e confirmar a autorização do GHF em causa. Neste caso, ao processo deve juntar-se a documentação e informação especificadas no anexo IV, que – à semelhança de todo o pedido – devem estar redigida em *língua de uso*

¹¹ Vide a este propósito em português (a título de exemplo), FERREIRA, Bruno, *Passaporte comunitário bancário: sucursal e livre prestação de serviços*. Revista da Ordem dos Advogados, ano 69, Vol.I/II (2009)

¹² De que é exemplo o paradigmático *Ac. Parodi*, de 9 de Julho de 1997 (proc. C-222/95).

¹³ VICENTE, Dário Moura, *Liberdades comunitárias e Direito Internacional Privado*. CDT Vol. 1, n.º2 (2009), pg. 206.

¹⁴ Vide toda a documentação realizada por *Alternative Investment Management Association*, disponível em <http://www.aima.org/en/directive-center/index.cfm>

¹⁵ Estes documentos podem estar redigidos no idioma oficial desse EM.

ANEXO III

*corrente na esfera financeira internacional*¹⁶, assim como, em particular, respeitar as condições constantes no art.º 33.º.

O passaporte só é valido para oferta de serviços a investidores profissionais. Porém, e ainda que assim seja, são admitidas e enfatizadas novas oportunidades de negócio, com menores custos para os GHFs.

1.2.2. Da comercialização e gestão de GHF de fora da UE

No que toca a gestão transfronteiriça colocou-se vários problemas: argumentava-se, por exemplo, que esta extensão seria uma novidade no âmbito dos regimes de organismos de investimento coletivo e levantaria inúmeras dificuldades a uma regulação efetiva pelo alargamento de aplicação do passaporte comunitário.

Não obstante a discussão possível, a diretiva consagrou genericamente a possibilidade de um GHF da UE, autorizado gerir HFs extra-UE e comercializados fora da UE, desde que tenham sido acordados mecanismos de cooperação entre as autoridades do EM de origem e as autoridades de supervisão do país terceiro onde está estabelecido o HF, que lhes permita troca de informações que garanta o exercício pelas que as entidades reguladoras europeias das suas obrigações. Estes GHFs devem cumprir com todas as disposições da DGFIA, exceto as exigências relativas ao depósito e ao relatório anual (art.º 34.º).

As restantes situações em que encontram vários elementos de conexão e vários ordenamentos jurídicos (exemplo, GHF extra-UE que aqui comercializem HF), são reguladas com especial pormenor pelos art.º35.º a 42.º, e se aplicável o Regulamento de Execução (UE) n.º448/2013 da Comissão, de 15 de maio de 2013.

Não podendo discurrir a fundo sobre o tema, resta dizer que o fio condutor extraído do seu cômputo geral, é a de qualquer GFIA que pretenda gerir ou comercializar FIAs na União está também vinculado ao cumprimento da DGFIA e sujeitos a requisitos condições de funcionamento da mesma natureza e nas condições de funcionamento dos que se impõem aos europeus.

A *ratio* é evidente: restringir o acesso à UE de FIAs sujeitos um deficiente reporte de informação que impeçam uma efetiva regulação por parte das autoridades europeias. Procura-se, desta forma, evitar - na raiz - que sejam utilizados meios alternativos de evitar ao escopo das normas da DGFIA, comercializando-se FIAs que não reúnam condições

¹⁶ Art.º32, n.º2 e 6

ANEXO III

suficientes para adequada proteção do próprio mercado europeu, nomeadamente em termos de complexidade, liquidez dos ativos e risco subjacente. Garante-se por um lado, igualdade de armas todos os que atuem no mercado interno; mas ao mesmo tempo, constroem-se desvantagens competitivas face aos restantes que atuam a nível planetário, não sujeitos a regulação.

Esta solução pode acarretar um de dois desfechos: por um lado (i) pela imposição de custos significativos a estes GHF, o mercado interno pode acabar por tornar-se inviável, cominando com a sua saída definitiva da UE, a longo prazo; (ii) ou, por outro lado, caso os investidores estrangeiros mantenham o interesse pelo mercado interno a tal modo que aqui permaneçam e valorizem a importância do *compliance* e *disclosure*, pode este regime ter efeito espelho, alastrando-se por todo o globo. Altura em que as ordens jurídicas relevantes se terão que adaptar, construindo uma realidade semelhante à europeia.

1.3. O objeto exclusivo

Do quadro jurídico nesta matéria, resulta claro que a cada HF deverá corresponder um GHF, que se torna responsável pelo cumprimento de todas as regras consagradas na DGFIA (art.º5.º). Assim, ainda que a gestão possa ser exercida interna ou externamente, não é admissível a gestão conjunta ou partilhada de um HF.

Diz-se que a gestão é interna, se as respetivas funções de gestão do investimento forem asseguradas por recursos internos, designadamente pelo seu órgão de gestão; isto é, quando a mesma entidade é simultaneamente HF e GHF. Gestão externa existe, pelo contrário, quando a gestão esteja a cargo de uma pessoa coletiva diferente do HF.

Relativamente aos GHF internos, o objeto social deverá ser a prestação de serviços de gestão de investimentos de HF (isto é, gestão de carteiras e gestão de riscos). Não é admissível a atribuição de autorização para gerir HF, a organismo que não preste estes serviços¹⁷.

Para além deste núcleo essencial, poderão desempenhar serviços instrumentais: (i) administrativos (entre outros, os serviços jurídicos, de contabilidade, de *compliance*, registo e conservação de documentos); (ii) serviços de comercialização; e (iii) outras atividades relacionadas com os ativos sob gestão (anexo I *ex vi* do n.º2 e 3 do art.º6.º).

Quanto aos GHF externos, a diretiva não é tão estrita: admite a gestão de Fundos de Investimento¹⁸ (se autorizados nos termos da UCITS); bem como resulta do art.º6.º, n.º4, a

¹⁷ Art.º6, n.º5, al.d)

¹⁸ Utilizando a terminologia do Decreto-Lei n.º63-A/2013, de 10 de maio.

ANEXO III

possibilidade dos EMs¹⁹, em sede de transposição, permitirem a prestação de serviços de gestão de carteiras de investimento²⁰, *ou de prestarem serviços acessórios de consultoria, guarda, administração, receção e transmissão de ordens*, desde que cumulativamente com a gestão de investimentos (art.º6,n.º5).

Estas regras são injuntivas: a sua não verificação acarreta a revogação da autorização²¹.

1.4. Capital e fundos próprios

Os GHF terão que respeitar requisitos mínimos de capitais próprios. Em termos gerais, um HF gerido internamente deverá ter capital inicial de pelo menos 300 mil euros; porquanto, se for gerido externamente a cifra mínima estabelece-se em 125 mil euros (art.º9, n.º1 e 2).

Na situação em que o valor das carteiras ascenda aos 250 milhões de euros, será obrigado a constituir fundos próprios suplementares (n.º3); e por forma a cobrir potenciais riscos de responsabilidade profissional, é necessário a subscrição de um apropriado seguro de responsabilidade civil profissional ou a detenção de fundos próprios suplementares (art.º9, n.º7)²².

2. DAS CONDIÇÕES DE EXERCÍCIO

Os GFHs deverão pautar a sua atividade por padrões *de honestidade, zelo, diligência, correção* e justiça; divulgando toda a informação necessária, por forma a evitar conflitos de interesses e/ou tratamento desigual dos HFs por si geridos (art.º 14, n.º1, al. a), d) e f)). O seu exercício far-se-á em prol, não só, da *defesa dos melhores interesses* dos HFs, mas também da *integridade do mercado* (al. b)). Terão que cumprir com todos os requisitos regulamentares aplicáveis ao exercício das suas atividades, de fonte nacional ou europeia, devendo dispor (*e empregá-los eficientemente*) dos recursos e processos necessários (al. e) e c)) para desenvolver as suas atividades adequadamente.

Como é sabido, aquando da contratação de serviços relacionados com os HFs, é habitual a existência dos chamados *side letters agreements*. Isto é, o contrato acessório pelo qual o GHF se obriga, perante o investidor, a proporcionar um tratamento preferencial, face a outros investidores, no âmbito de uma prestação de serviços de gestão ou comercialização

¹⁹ Exatamente como fez no âmbito da Diretiva UCITS (*vide* art.º6, n.º3 e 4)

²⁰ Incluindo carteiras que sejam propriedade de fundos de pensões ou instituições de realização de planos de pensões profissionais abrangidas pela Directiva 2003/41/CE, relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais.

²¹ Art.º11.º, al. c)

²² Este tópico está regulado, mais amiúde, na Seção 3 do Capítulo II do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013

ANEXO III

de HF. A possibilidade de investimentos adicionais, o acesso gratuito e/ou direto aos gestores, ou o estabelecimento de comissões inferiores são exemplos de cláusulas deste tipo.

A diretiva reconhece que o tratamento equitativo de todos os investidores não é um princípio absoluto, porque admite que haja tratamento preferencial a um determinado investidor, desde que tal facto seja *divulgado no regulamento ou nos instrumentos constitutivos* do HF em causa, devendo também desta circunstância ser informados os potenciais investidores (art.º12, n.º1, parte final e art.º23, n.º1, al.j)). Trata-se de uma excelente solução reguladora: garante-se a liberdade no tráfego negocial e de estipulação contratual, ao mesmo tempo que se cumpre o princípio da transparência, e se protege os investidores em posição mais fraca, em virtude do suprimento das correspondentes assimetrias informativas.

A supervisão, que garanta o metódico cumprimento das obrigações acima referidas, está a cargo das autoridades competentes dos EMs (art.º12, n.º3), que na sua avaliação devem utilizar, pelo menos, os critérios estabelecidos na Secção 1 do Capítulo III do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013.

ANEXO IV

VALUE-AT-RISK: BREVE DESCRIÇÃO

O VaR mede três variáveis em condições normais de mercado: o montante total de perda, a probabilidade de tal suceder e o seu correspondente lapso temporal.

Por exemplo, se considerarmos um investimento a 30 dias com um nível de confiança estatística de 97%, um VaR de 30.000 euros significa que a sua perda máxima esperada, nos próximos 30 dias, é de 30.000 euros, assumindo a normalidade das rendibilidades e um nível de confiança de 97%. O que quer dizer que nos próximos 30 dias, em cada 100 hipóteses de perda máxima, há 3 em que a perda máxima pode ascender aos 30.000 euros.

Várias são as metodologias para alcançar o VaR, que se podem classificar como paramétricas (como o método analítico e o método delta gramma) e não-paramétricas (como as simulações históricas e as simulações de Monte Carlo) e que a seguir se enunciam brevemente.

O método analítico (método delta-normal ou método linear) é muito popular para carteiras mais simples. O VaR é calculado neste método a partir da volatilidade e das correlações entre os fatores de risco de mercado (Como sejam as taxas de juro, taxas de câmbio, valor de ações, índices de ações ou valor de obrigações, por exemplo) : partindo do pressuposto de que as rendibilidades seguem uma distribuição normal e que os fatores de risco a influenciam linearmente, tão-só.

Por seu turno, o método delta gramma ultrapassa as limitações sentidas na aplicação do método analítico a produtos complexos. Este método assume hipóteses quadráticas, permitindo incorporar variações de diferentes ordens. A sua desvantagem é a necessidade de utilização de matemáticas muito sofisticadas e dificilmente perceptíveis para leigos.

A metodologia não-paramétrica das simulações históricas parte do pressuposto que o passado poderá ser o espelho do futuro. Preocupa-se portanto em construir uma distribuição empírica das rendibilidades históricas e dos fatores de risco, assumindo que a carteira se comportará no futuro da mesma forma que os fatores de risco no passado. Não carece de cálculos matemáticos complexos, mas não serve para casos em que os ativos não tenham histórico, em produtos complexos que não se comportem com o mercado ou quando o próprio histórico seja enviesado.

ANEXO IV

Por último, a Simulação de Monte Carlo é uma metodologia que se pode mostrar muito fiel, já que permite considerar todas as combinações possíveis. Carece, porém, de instrumentos muito sofisticados aquando do cálculo do VaR de carteiras ou investimentos mais complexos. Na essência este método consiste na simulação, através de recursos computacionais, de cenários aleatórios, para um determinado período de tempo, permitindo avaliar o instrumento no final do prazo desejado.